中国经济开放论坛

陈杰 陆铭 黄益平 潘英丽 主编

房地产与城市发展

问题及对策

一个人，一间房；一群人，一座城。

房价飞涨，到底是不是泡沫？
房地产市场与城市群发展如何相互借力？
中国香港、日本、新加坡、美国、英国能提供哪些经验教训？

19位专家学者激辩房地产历史与现状，群策城市发展未来

陈　杰　耿　靖　黄友嘉　黄益平　贾　康
刘洪玉　陆　铭　倪鹏飞　潘英丽　熊义明

中信出版集团

版权信息

书名:房地产与城市发展：问题及对策

作者:陈杰 等

ISBN:9787508673264

中信出版集团制作发行

序

房地产在中国经济增长和金融安全中具有举足轻重的作用。1998年房改之后，中国城市房价持续大幅度攀升，并与居民收入增长存在较大背离，引发政府、产业界和社会各方面的高度关注。在这个背景下，中国房地产市场是否存在泡沫，一直是学术界、政策制定者和社会公众普遍关心的问题。2015年下半年以来，在经历了之前一段时间全国性的市场低迷后，部分热点城市房地产价格又呈现出新一轮上涨态势。这一轮的快速上涨从深圳开始，在上海继续，并向二线城市延展，再次引起了社会各界对房地产泡沫膨胀的担忧。在此背景下，上海交通大学中国发展研究院“中国经济开放论坛”于2016年5月11日组织召开了“房地产与城市群发展”专题研讨会。来自北京、上海和香港等地的大学教授、实业界和政府相关部门的经济学家参与了会议的讨论。

在这次专题研讨会上，虽然与会专家对中国房地产市场是否存在泡沫各抒己见，但在一些基本问题上仍然形成共识。

首先，中国房地产市场已从过去的供不应求步入现阶段的结构性过剩。经过爆发性增长后，中国商品房建设和销售在2013年前后达到峰值，现在已经告别了高增长时代。考虑到待售、在建与新开工等未来供给能力和置业人口数量的变化，中国房地产市场正从局部过剩演变为总量过剩。

其次，由于地域性和异质性特点，中国房地产市场在区域和城市间出现了明显的分化，并且这一分化趋势未来仍将延续和加强。从需求角度看，不同城市、不同区域的就业机会、收入增长和公共服务供

给等吸引人口流动的因素存在很大的差异。从供给角度看，特别是土地供给对不同地区、不同城市的房价和市场分化产生了非常重要的影响。

中国当前土地供给与人口流动方向的不匹配是导致不同城市房地产市场加速分化的重要原因。中国在一些人口流入的大城市（特别是特大城市）限制土地供给；地方政府甚至将控制土地供给的增长作为缓解人口流入压力的政策措施。土地供给的限制导致一、二线城市的房价持续并快速上涨，对工资和办公用房租金等企业经营成本造成了持续上升的压力，不利于实业发展，不利于各类人才的集聚和大城市规模经济优势的发挥，也不利于大城市在区域经济一体化过程中发挥积极的龙头作用。而在人口流出的中西部地区和三、四线城市，新增土地供给所占比例近几年却在不断上升，致使出现房地产过度开发和“鬼城”现象。

与会专家为此一致建议，尊重城市发展和区域发展的基本规律，在人口大量流入的东部沿海地区，特别是一线和二线城市，增加土地供给，适当调整工业、商业、住宅和容积率等土地使用结构，扩大住宅的供给和租赁服务，优化住宅品种的多样性，以适应不同层次、不同收入家庭的实际需要。

关于地级与地级以下城市房地产去库存，大多数专家建议通过设立蓝印户口制度、发展共有产权制度、推进普惠住房金融制度、改进公共基础设施与服务供给、鼓励农地承包权和农村住宅的出租等政策举措，以实现农民工市民化为目的，达到消化城镇住房库存的效果，增进农民工的生活质量和整体福利。

再次，与会专家针对家庭将三分之二资产配置在房地产上这一事实，讨论了房地产作为家庭投资工具的客观原因与存在问题。全球货币的量化宽松和负利率环境，以及中国流动性宽松和利率下行的趋势使家庭投资者产生通货膨胀忧虑。传统产业产能过剩，新兴产业发展

受到市场准入限制，导致“好企业荒”引发的“资产荒”，使银行和家庭都将房地产作为仅有的应对信贷风险和通货膨胀风险的好资产。但是从十分确定的人口老龄化趋势来看，中国在国民财富积累上存在结构性失衡，陷入以物质财富积累而不是有效提高社会经济未来生产力来应对老龄化挑战的误区。

与会专家建议，政府应营造好企业发展的生态环境，打通储蓄通往高成长产业和高效率企业的投融资渠道，强化私有产权和知识产权的保护，促进人力资本投资，健全市场秩序和权责的界定机制，以此促进具有技术与文化内涵的消费品生产和消费服务业的发展，实现国民福利的持续增进。

最后，与会专家认为国际房地产市场的发展经验与教训，尤其日本、新加坡和中国香港等市场的经验教训，值得我们深入总结与借鉴。

总结日本房地产市场的历史经验，与会专家发现当前中国房市在经济增长前景、城镇化尚有空间等基本经济因素方面与1974年前后的日本市场相似，但在人口拐点显现、区域分化、货币超发引发资产价格膨胀等方面与日本1991年房地产泡沫破灭前有相似之处。我国应适应“总量放缓、结构分化”的新阶段特征，避免以往刺激投资促进增长的政策取向。

新加坡的土地与住房政策以安居乐业为目标，达到人均居住面积30平方米；政府提供了80%适合家庭个性化需要的永久居住房屋，家庭住房拥有率达到90%；公屋政策的成功，为社会和谐和可持续发展奠定了基础。相比较，中国香港人均居住面积不足15平方米，政府提供的廉租公屋和廉价居屋占比30%和16%，家庭住房拥有率69%。供求失衡和房价过高问题突出；土地供给严重不足。中国香港土地开发率仅24%，远低于新加坡的54%；房屋占地比例不足7%。政府政策治标不治本；大地产商囤地并阻碍政府增加土地供给，也给整体开发带来结构性障

碍。香港高房价抑制了航运、会展等产业发展，并加剧了社会的分化和矛盾。既得利益集团的强大和地方政府的软弱强化了扭曲体制的刚性，给香港未来发展前景蒙上了阴影。

专家认为，“房地产始终是一个民生问题，如何让我们的市民有安居乐业的幸福十分关键”。显然这是我国房地产市场发展所应追求的终极目标，除此无它。

陈杰 陆铭 黄益平 潘英丽

2016年6月26日

作者简介

（按作者姓氏拼音排序）

陈杰

上海财经大学校讲席教授、校学术委员会委员、高等研究院院长助理，不动产研究所执行所长、公共政策与治理研究院首席专家、公共经济与管理学院投资系博士生导师，瑞典乌普萨拉大学房地产与城市研究所兼职研究员，华东师范大学兼职教授，上海金融学院特聘教授。复旦大学学士、挪威奥斯陆大学硕士、瑞典乌普萨拉大学博士。曾在复旦大学管理学院任教多年，并创办和长期主持复旦大学住房政策研究中心。目前担任城市研究国际基金会(Urban Studies Foundation)董事、亚太住房研究网络(APNHR)执委会成员、城市土地学会(ULI)中国大陆顾问委员会委员、世界华人不动产学会理事、中国建筑学会建筑经济分会学术委员会委员等。任International Journal of Housing Policy编委会国际顾问、亚洲不动产学会会刊International Real Estate Review副主编、世界华人不动产学会会刊《不动产研究》执行副主编。上海市“曙光学者”、上海市房地产行业首批领军人才、上海市“浦江人才”。

程沄

现任中原集团研究部董事。拥有在中国内地及香港城市规划教学、研究及咨询，房地产企业发展战略咨询，房地产政策研究及项目前期开发咨询的丰富经验。1987年毕业于同济大学建筑系，之后留校任教多年。1995年，进入香港大学城市规划与环境管理研究中心，专攻中国城市土地政策研究，获城市规划哲学博士学位。1999年，加入

中原（中国）物业顾问有限公司，创建中原中国地产研究网络，覆盖国内30多个重点城市，主要负责及统筹中国内地的房地产市场研究及投资咨询、房地产企业发展战略咨询及大型综合类房地产项目前期研究等全国性业务。2008年，升任中原集团董事，负责中原集团在中国内地、港澳台及新加坡等所有业务板块的市场及战略研究事务。

耿靖

现任绿地集团（世界500强企业）副总裁兼绿地金融控股集团董事长、总裁。历任中国光大银行、上海银行高管，爱建证券常务副总裁（主持工作），上海爱建信托常务副总经理（主持工作），长江养老保险股份有限公司（中国最大的专业养老金管理公司）副总裁，是中国目前唯一担任过四大金融行业高管的人士。曾在中国香港汇丰银行、美国摩根大通、新加坡金融管理局挂职工作。北京师范大学金融学博士，目前受聘为哈佛大学肯尼迪学院李光耀学者、加州大学伯克利分校研究员、北京大学兼职教授、上海交通大学研究生导师、北美银行家协会会员。高级经济师、英国注册财务会计师、金融工程师。被上海市政府评为“上海市金融行业领军人物”“浦江人才”。

何泺生

加拿大多伦多大学经济学博士。现任中国香港珠海学院商学院院长、教授，香港岭南大学潘苏通沪港经济政策研究中心荣誉研究员。曾任香港经济学会会长、香港中央政策组非全职顾问、多伦多佛学会会长等。专攻政策研究，先后于国际学报发表百余篇论文，研究专长包括房屋和土地经济、卫生经济学、公共财政、幸福经济学、社会保障、宏观经济理论与政策、国际金融等。

黄友嘉

美国芝加哥大学经济学博士，联侨远东有限公司董事总经理，现担任全国人大代表、香港特别行政区政府土地及建设咨询委员会主席、强制性公积金计划管理局主席、破产欠薪保障基金委员会主席、外汇基金咨询委员会委员、经济发展委员会委员、香港中华厂商联合会永远名誉会长等公职。拥有企业融资、工业生产及贸易等不同范畴的丰富经验，曾于1987~1991年期间担任美国费城联邦储备银行经济师等职位。

黄益平

北京大学国家发展研究院教授、副院长，北大互联网金融研究中心主任，本届中国人民银行货币政策委员会委员。主要研究领域为宏观经济与国际金融。兼任澳大利亚国立大学克劳福特公共政策学院Rio Tinto中国经济讲座教授，为中国金融40人论坛成员。曾经担任国务院农村发展研究中心发展研究所助理研究员，哥伦比亚大学商学院General Mills经济与金融国际访问教授，澳大利亚国立大学中国经济项目主任，花旗集团董事总经理、亚太区首席经济学家，Serica投资基金董事，财新传媒首席经济学家和巴克莱董事总经理、亚洲新兴市场经济首席经济学家。

贾康

现任全国政协委员、政协经济委员会委员，中国国际经济交流中心、中国税务学会、中国城市金融学会和中国改革研究会常务理事，中国财政学会顾问，北京市、上海市人民政府特聘专家，福建省、安徽省、甘肃省人民政府顾问，西藏自治区和广西壮族自治区人民政府咨询委员，北京大学、中国人民大学、国家行政学院、南开大学、武汉大学、厦门大学、安徽大学、天津财经大学、江西财经大学、西南财经大学、西南交通大学、广东商学院、首都经贸大学等高校特聘教授。1995年享受政府特殊津贴。1997年被评为国家百千万人才工程高

层次学术带头人。多次参加国家经济政策制定的研究工作，主持或参加国内外多项课题，撰写和出版多部专著和数百篇论文、数千篇财经文稿。多次受朱镕基、温家宝、胡锦涛和李克强等中央领导同志之邀参与经济工作座谈（被媒体称为“中南海问策”）。担任2010年1月8日中央政治局第十八次集体学习“财税体制改革”专题的讲解人之一。孙冶方经济学奖、黄达—蒙代尔经济学奖和中国软科学大奖获得者。国家“十一五”“十二五”和“十三五”规划专家委员会委员。曾长期担任财政部财政科学研究所所长。2013年，发起成立“华夏新供给经济学研究院”和“新供给经济学50人论坛”（任院长、秘书长）并积极推动“PPP研究院”（任院长）等交流活动，致力于建设有中国特色的智库和跨界、跨部门学术交流平台。

刘洪玉

现任清华大学恒隆房地产研究中心主任、土木水利学院副院长、清华大学房地产研究所所长。社会兼职包括香港大学房地产与建设系顾问委员会委员、住建部住房政策专家委员会主任委员、住建部信息化技术专家委员会委员、房地产经纪专家委员会委员、高等学校工程专业指导委员会委员、房地产市场调控咨询专家、中国房地产估价师与房地产经纪人学会副会长、中国房地产协会常务理事、中国建筑学会建筑经济分会常务理事、中国土地估价师学会顾问、全球华人不动产学会（GCREC）常务理事、国际房地产学会（IRES）理事、亚洲房地产学会（AsRES）理事等。兼任Journal of Real Estate Research编委、International Real Estate Review联合主编、《建筑经济》编委等学术期刊职务。

陆铭

上海交通大学经济学院特聘教授，中国发展研究中心主任。担任《经济学（季刊）》副主编。曾作为富布莱特学者工作于美国哈佛大

学和国家经济研究局（NBER），作为兼职（客座）研究员受聘于复旦大学、北京大学林肯研究院和日本一桥大学。曾担任世界银行和亚洲开发银行咨询专家。研究领域为劳动经济学、城乡和区域经济发展。研究成果获得包括全国百篇优秀博士论文、上海市哲学社会科学一等奖、教育部中国高校人文社会科学研究优秀成果奖等在内的多个奖项。获得的荣誉包括教育部“新世纪优秀人才”、上海市教委“曙光学者”、上海市领军人才和上海市十大青年经济人物。已出版《大国大城》《空间的力量》《中国的大国经济发展道路》《中国区域经济发展：回顾与展望》等多部专著。其论文也发表于多本国内外权威杂志。

倪鹏飞

现任中国社科院城市与竞争力研究中心主任，财经战略研究院院长助理，城市与房地产研究室主任、研究员。主编《中国城市竞争力报告》《中国住房发展报告》《国家竞争力报告》。联合主编《全球城市竞争力报告》（与美国学者彼得·卡尔·克索教授），联合研究《世界城市：联系度指数》（与英国皇家社会科学院院士彼得·泰勒教授）。社会兼职包括全球城市竞争力跨国项目秘书长，中国城市竞争力报告课题组组长，中国城市学会、中国城市发展学会、中国城市经济学会等学会副秘书长，中国社科院青年人文社会科学研究中心副理事长等。主要致力于城市经济学、房地产经济学、空间金融学、城市竞争力及国家竞争力等方面的理论与实证研究。在美国Journal of International Affairs、英国Urban Studies、《中国社会科学》和《经济研究》等国内外权威杂志上发表论文数十篇。代表作《中国城市竞争力报告》获得中国经济界的最高奖——孙冶方经济学著作奖（第十一届）。

农汇福

上海财经大学房地产经济学在读博士研究生，新加坡国立大学房地产研究中心（NUS-IRES）访问博士生。参与多项国家和省级课题研究，2016年获上海财经大学博士研究项目一等奖学金。主要研究兴趣为城市与房地产、地方官员行为、金融市场等。相关研究发表于Journal of Housing Economics、《统计研究》等国内外知名学术期刊。

潘英丽

现为上海交通大学现代金融研究中心主任、安泰经济与管理学院教授、上海市政府决策咨询研究基地潘英丽工作室首席专家、中国世界经济学会常务理事、上海世界经济学会副会长。主要研究领域为宏观经济学、国际金融理论与政策。近期主要成果有：《国际金融中心：历史经验与未来中国》（2010，三卷本）、《十字路口的金融体系：国际经验与中国选择》（中英文国际论文集，主编之一，2013）、《国际货币体系未来变革与人民币国际化》（2014，三卷本）。1996年因为发展我国社会科学教育事业做出的突出贡献，获得国务院特殊津贴。2002~2011年担任中国海运集团公司专家委员会委员。2011年以来担任招商银行独立董事。

任泽平

方正证券首席经济学家。曾担任国务院发展研究中心宏观部研究室副主任，量化绩效考核常年名列前茅。曾担任国泰君安证券研究所董事总经理、首席宏观分析师，2015年新财富、水晶球等大满贯。兼任中国金融40人论坛特邀研究员、中国新供给50人论坛成员、中国人民大学经济研究所研究员等。曾在《人民日报》《经济研究》等报刊发表论文百篇，专著《宏观经济结构研究》入选当代经济学文库，译著《从奇迹到成熟：韩国转型经验》（艾肯格林、铂金斯等著）。

石心蕊

现为北京大学—林肯土地研究院城市发展与土地政策研究中心研究员。2014年毕业于美国埃默里大学法学院，法学博士，纽约州执业律师。在法学院求学期间先后师从国际私法权威彼得·海教授和美国财产法、住房金融法专家弗兰克·S.亚历山大教授，参与编写了彼得·海教授《美国法概论》(第四版)，主持翻译了亚历山大教授《土地银行与土地储备》。2014~2015年获得美国林肯研究院中国项目基金，研究和调查中美住房抵押贷款制度、不良资产处置、城市公共政策等问题。作为该项目成果的工作论文已由美国林肯研究院发布。

韦志超

上海交通大学金融/应用数学双学士、北京大学经济学硕士、布朗大学经济学博士，现在华夏基金管理有限公司从事宏观研究。韦志超博士曾在国内外顶级经济管理学学术杂志Management Science、《经济研究》等发表过多篇文章。作为团队核心成员，韦志超博士曾经获得了2015年新财富、水晶球、金牛奖、第一财经、保险资管最佳分析师评选宏观第一名。

熊义明

上海交通大学金融学博士，现为国泰君安研究所宏观分析师，获得2015年新财富第一（团队），研究领域为国际金融和宏观经济。有专著一本，曾在《世界经济》《上海证券报》《第一财经日报》等国内一流期刊媒体发表文章多篇。

周江

管理学博士，现任住房和城乡建设部政策研究中心副主任、研究员。主要研究方向：住房保障及住房政策、房地产经济、城市市政公用设施投融资等。主持和参与30多项课题研究，其中国家软科学研究计划4项，省部级课题10多项。参加工作以来在公开出版的报纸和期刊

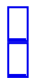
发表文章80余篇，其中核心期刊近30篇。目前已公开出版书籍15本，其中独著1本，合著5本，参编9本。2004年获湖北省科技进步奖三等奖，2008年、2011年、2012年获华夏建设科技进步三等奖（原建设部科学技术进步奖）。

周文港

香港大学经济社会学哲学博士，现任中国香港岭南大学中国经济研究部副总监、潘苏通沪港经济政策研究中心副主任。全国港澳研究会理事、香港紫荆研究院副院长兼秘书长、中山大学粤港澳发展研究院荣誉研究员、香港中文大学中国文化研究所当代中国文化研究中心名誉副研究员，曾任香港特区政府中央政策组特邀顾问等。目前主要从事中国内地与香港的经济发展、一带一路倡议、自由贸易区、产业发展、人民币国际化等研究。

朱恩伟

清华大学房地产研究所在读博士研究生。主要研究领域包括房地产市场监测、房地产投资与金融、土地管理等。曾参与覆盖全国90个城市的新建商品住房同质性价格指数的编制、基于微观数据的住房价格批量评估系统研发、北京市住房市场发展战略研究等课题。



第一篇
中国房地产市场发展的现状

第1章
房地产的存量结构与地区不平衡

程泫

房地产与其他商品或市场最重要的一个不同点，就在于它的地域性。小到一个房地产单位，大到整个市场，没有一个房子是相同的，没有一个市场是相同的。判断整个房地产是否处于健康发展，短期看库存的消化周期；中期看土地的供求关系、新开工情况和整个市场的结构（尤其是二手房市场）；长期看城市人口增速和年龄结构。

本章的中心思想是：复苏分化，危机并存。

我们知道，中国房地产市场经历了这几年的波动以后，从2015年开始已经出现了一些复苏的迹象，这个复苏正在稳定的进行中。然而，实际上由于地区发展的不均衡，产生了各种的分化现象，这个分化现象愈演愈烈。因此，在这个复苏且分化的过程中，危与机是同时并存的。

房地产市场跟中国经济息息相关，跟我们老百姓生活息息相关。中国经济中，与房地产相关的上下游产业链上，大概涉及50多个产业，直接相关的产业就有十几个。所以无论你承认也好，不承认也罢，它对中国经济的支撑作用是毋庸置疑的。今天我们说要进行转型，或者权威人士说的中国经济要步入“L形”的发展，在这个过程中，作为关联十几个上下游的房地产业，它的作用更是举足轻重。

其实，房地产与其他的商品或市场不同的最重要的一个特点，就在于它的地域性。房地产商品不是同质的，它是异质的。小到一个房地产单位，大到整个市场，没有两个房子是相同的，没有两个市场是相同的。但是如何判断整个房地产是否处于健康的发展，我想有三个方面，几个关键性的指标可以值得我们思考与判断。

第一个方面，从短期来看，其实是库存的消化周期，这是一个必须关注的指标；第二个方面，从中期来看，实际上是土地的供求关系、新开工情况和整个市场的结构，尤其是二手房市场的结构，这些是决定整个市场中期发展的重要指标；第三个方面，从长期来看，城市人口增速和年龄结构，是非常重要的指标，当然还有其他的因素。所有这些关键指标实际上反映出这个城市房地产市场所呈现的一种供求关系，而供求关系最终又是通过价格体现。

首先，让我们从短期来看，整个市场究竟是怎样的情况(图1.1)。从1999年到2015年，在过往的17年间，我国房地产市场经历了爆发性的增长。然而，从2009年到现在，无论商品房的建设还是销售，在2009年达到一个峰值以后，其实已经告别了高增长时代，这是我们对整个市场的基本判断。

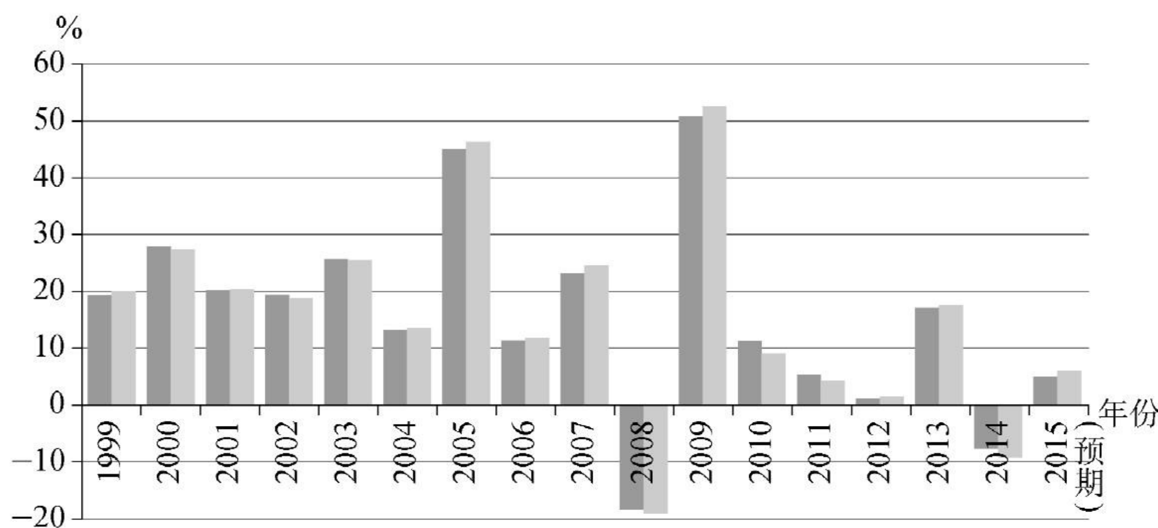


图1.1 全国商品房、商品住宅销售面积年增幅（1999~2015年；%）

资料来源：中原集团研究中心

告别高增长以后，经历2014年的回落，2015年整个市场又开始出现一个正增长，就是我们所说的复苏已经开始。但是这个复苏是在大的高增长结束这样一个背景上面产生的。在这个复苏过程中，我们也看到，整个市场的复苏是冷暖不均，呈现出区域化的局面。图1.2表现的是各城市新房市场的量价同比涨跌幅情况，冷暖不均显而易见。

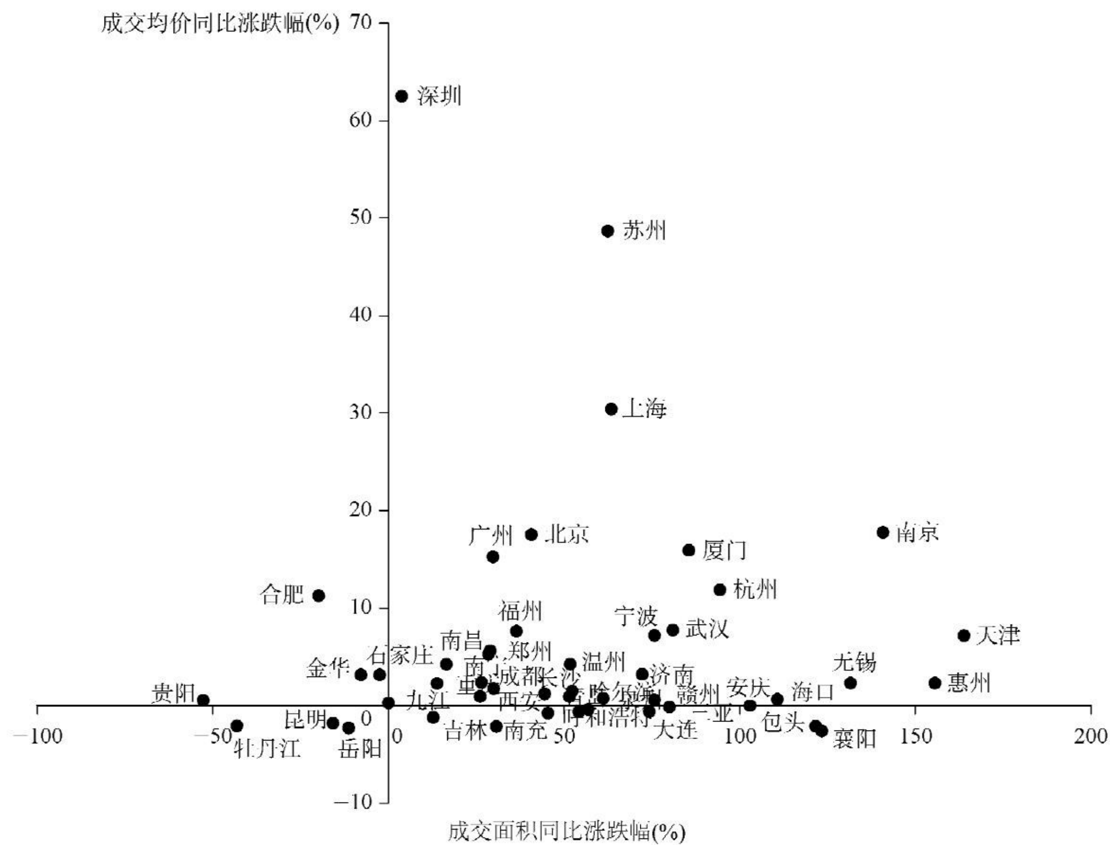


图1.2 各城市新房成交量价分布（2016年前4月）

资料来源：各城市交易中心；中原集团研究中心

在这张图里面，我们的数据覆盖了差不多40个重要城市，这40个城市包括了一线、二线、三线城市。可以看到，位于第一象限内的城市，无论是量也好，还是价格也好，都呈现出蓬勃发展的局面。但同在第一象限，不同城市的表现也是参差不一。

我们看到近期发展的一些明星城市，比如除了一线城市以外，像苏州、南京、天津、厦门、武汉，都是最近两年发展起来的一些明星城市。即使在一线城市里面，也有不同的表现。我们可以看到，北上广深基本上呈现出两个梯队，上海和深圳算是一个梯队，广州和北京又是一个梯队。当然这些呈现出来的市场表现，其实与它背后的当地社会经济发展水平、政策及制度性的原因都分不开。

短期看市场，让我们来观察一下库存的情况，图1.3所罗列出来的是过往三年的库存情况。国家统计局从2016年开始，库存的统计将以前的空置面积由待售面积代替。

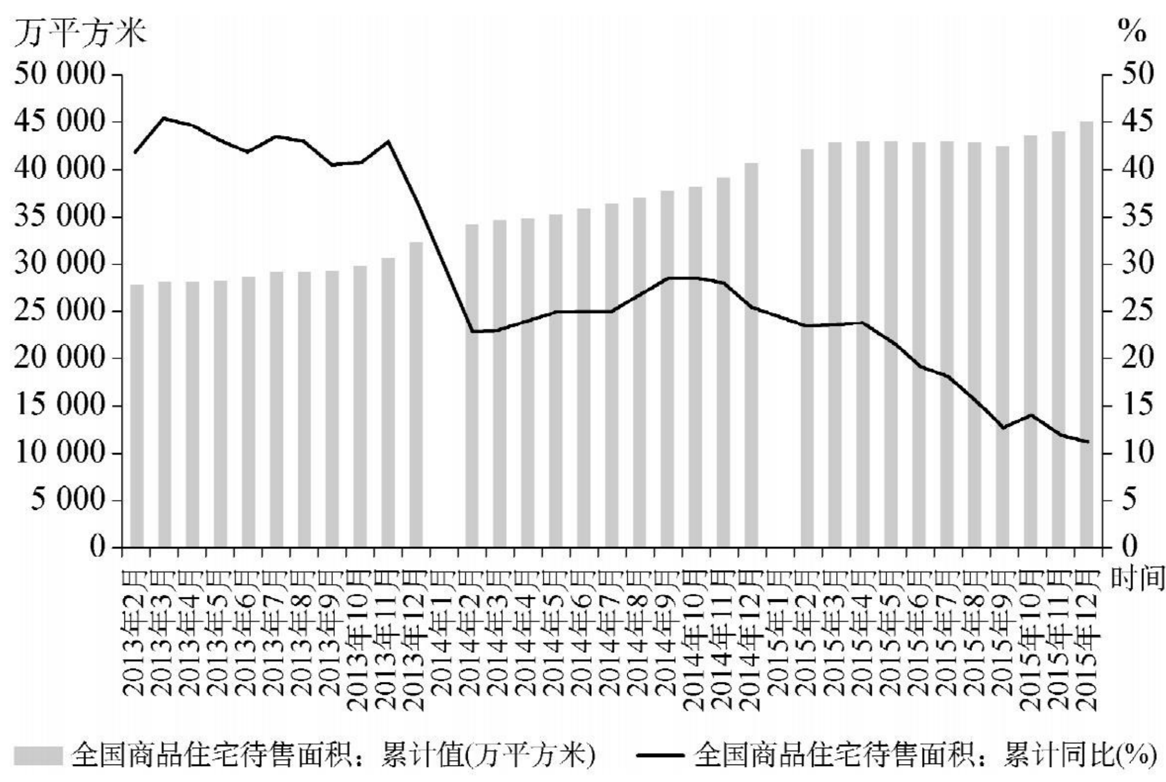


图1.3 全国商品住宅待售面积

资料来源：国家统计局；中原集团研究中心

这个定义表明的是什么呢？这些是属于建造好的、没有卖出去的、待销售的房屋面积。我们可以看到，近年来全国市场库存一直呈

现出增长的趋势。但是从2015年10月份开始，增速已经放缓，而且放缓的趋势越来越明显，这是全国的情况。

分城市来看，这里我们监测到的是18个城市的住宅可售面积。这个可售面积和待售面积不一样，待售面积是建好尚未卖的，可售面积是已经获得预售证的可以销售的面积。在这18个城市里面，也可分成一线、二线和三线。整体来看，这18个城市的库存去化周期都在走低，平均去化周期大概已经接近8个月。一线相对来说存量比较低一些，它的去化周期约在6~8个月，二线去化周期在10个月左右。具体来看，各线城市表现也分化不一。图1.4是截至2016年3月的18个城市可售面积的现状。我们可以看到，像上海、南京、合肥等城市的库存较低，去化周期在4个月以下；而相对较高的有长沙、成都、天津和青岛，最高的超过14个月。

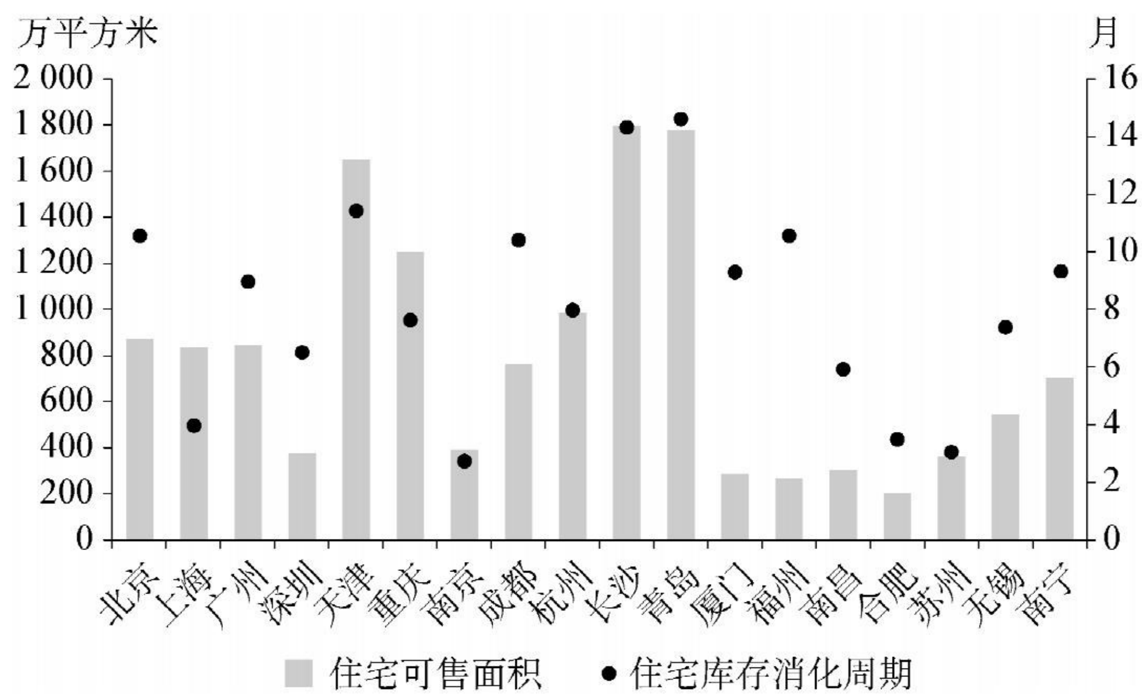


图1.4 重点城市商品住宅可售面积（截至2016年3月）

资料来源：各城市交易中心；中原集团研究中心

因此，通过库存情况来看短期市场，目前整体库存已经出现了一定程度的消化，而且库存增长稳步下降，这得益于过去一段时间整个

销售的好转和政策的一些支持，其中我们也看到各线城市表现分化。

中期来看市场的发展，也有几个重要指标。其中一个是新开工的情况，尽管库存已经得到了相对稳定的控制，但是从新开工的情况来看，整体开工仍然处于低位，图1.5是整体商品住宅新开工和竣工的情况。可以看到，在过去一年半里，整体新开工同比增长一直处于负增长的区间。从2016年年初开始，新开工已经从低位开始有所复苏。

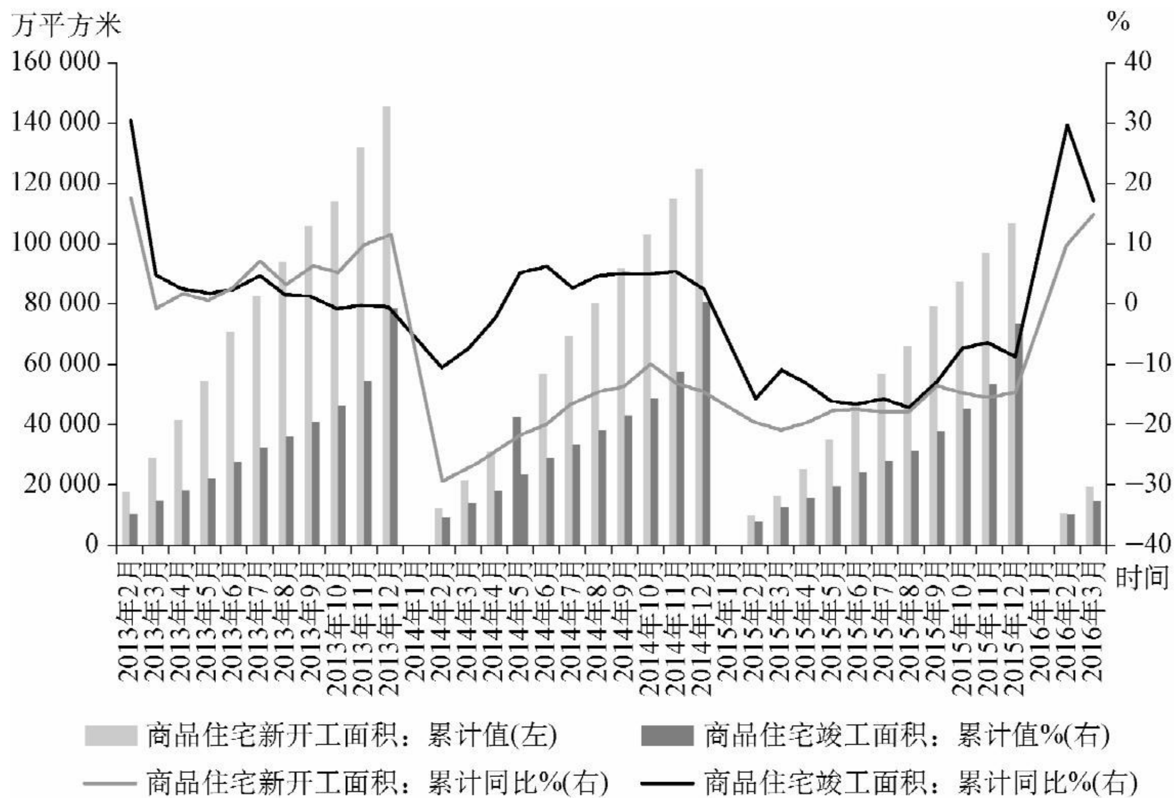


图1.5 全国商品住宅新开工面积及竣工面积

资料来源：国家统计局；中原集团研究中心

新开工这个指标不仅仅反映了未来市场的供应，其实它也对政策导向起到提示性的作用。我们看2008年到2016年3月（图1.6），当新开工整体增幅出现一个大波动的时候，往往也是引发政策进行调整的时候。我们可以看到几个节点。很明显，2009年之前，新开工增幅处于一个高位；到2009年年初，整个2009年持续到第三季度一直处于比较低的水平，这个时候降息、减税等政策陆续出台。同样在2010年，

我们可以看到，新开工在前期政策刺激下，应该说出现非常强劲的反弹，增幅快速增长，达到了近年来的一个高位。于是，限购政策开始启动，这次限购是从区域性发展到几乎全国范围。然后新开工增幅又进入负增长空间，又引发了降准降息等一系列政策。一旦市场有起色的时候，我们看到新“国五条”、二手房20%的个税的征收。市场2014年进入低迷的时候，整体政策也开始松动，如出现“930”“新930”等等一系列政策。

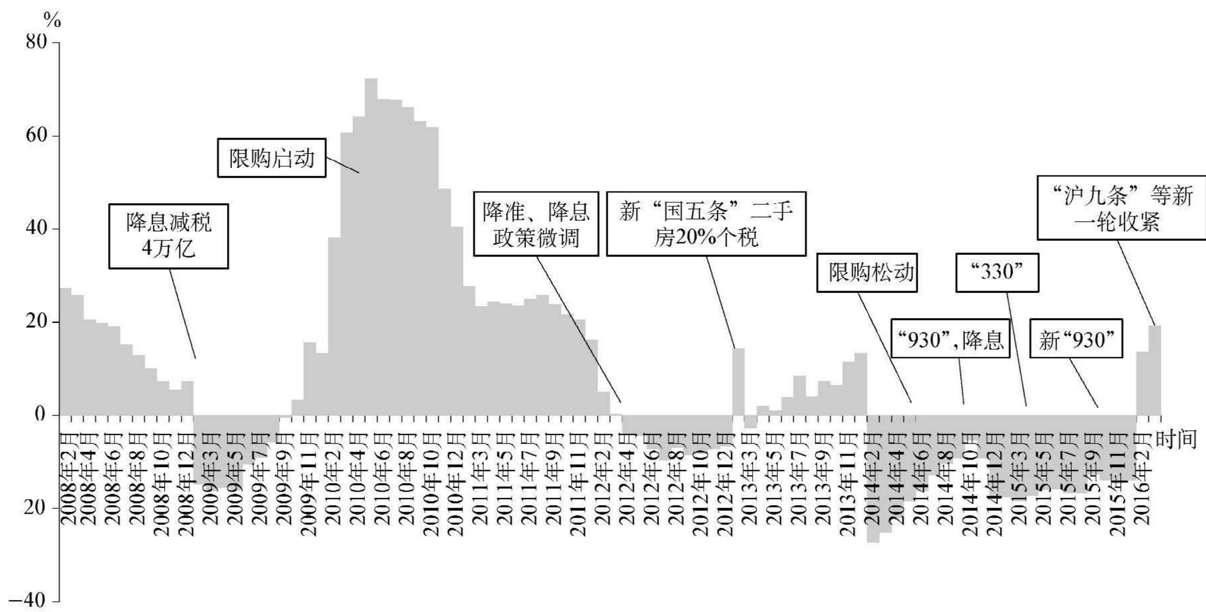
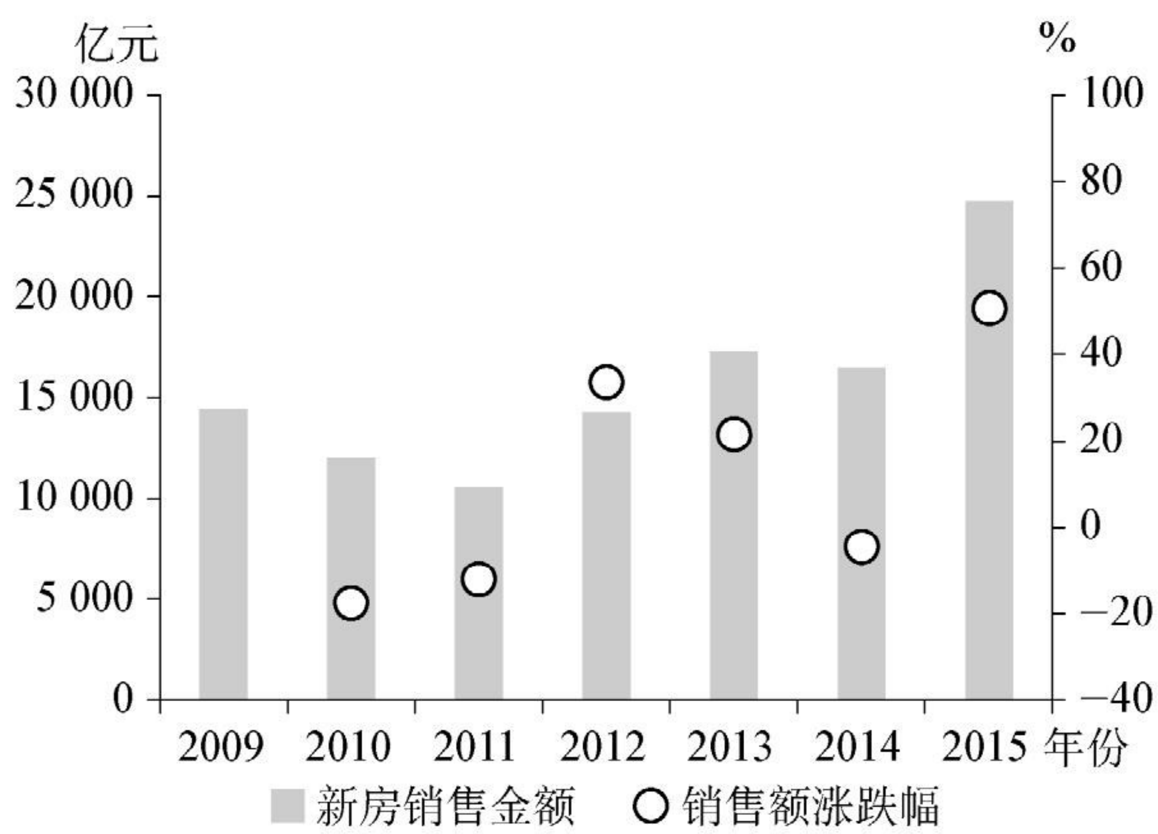


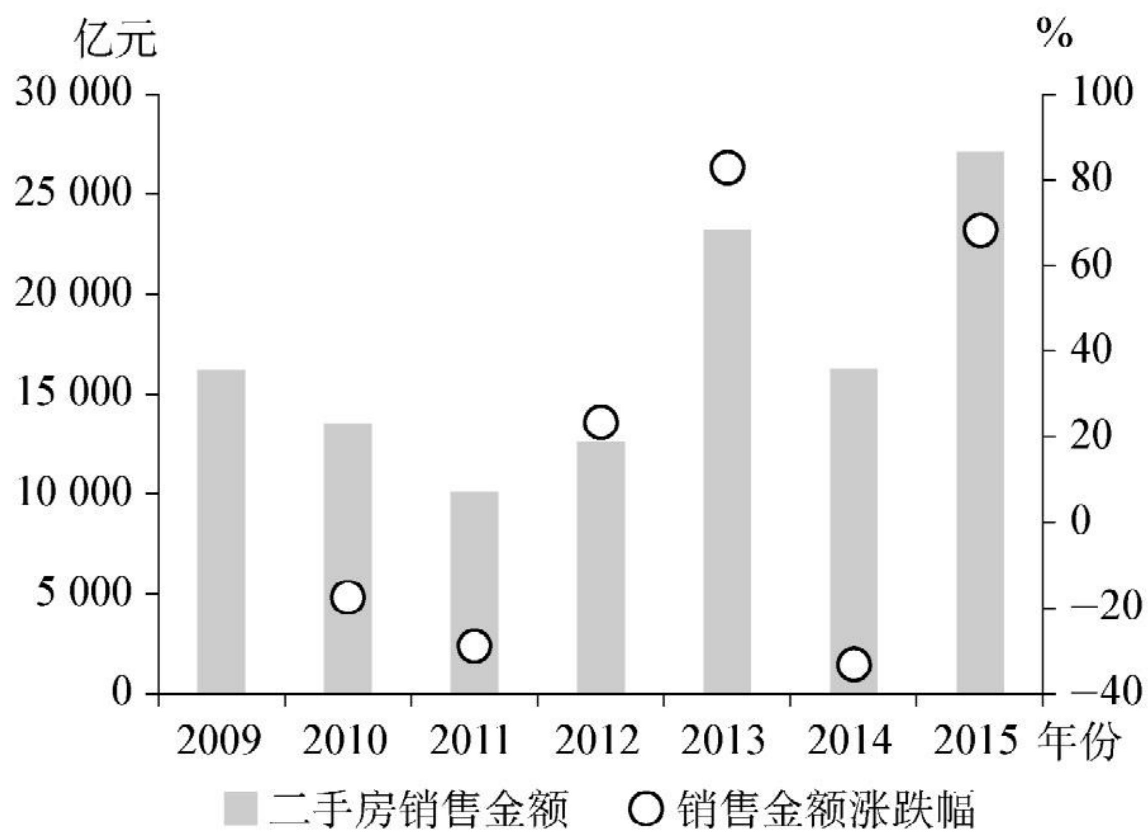
图1.6 全国商品住宅新开工增幅（%）与调控政策的关系

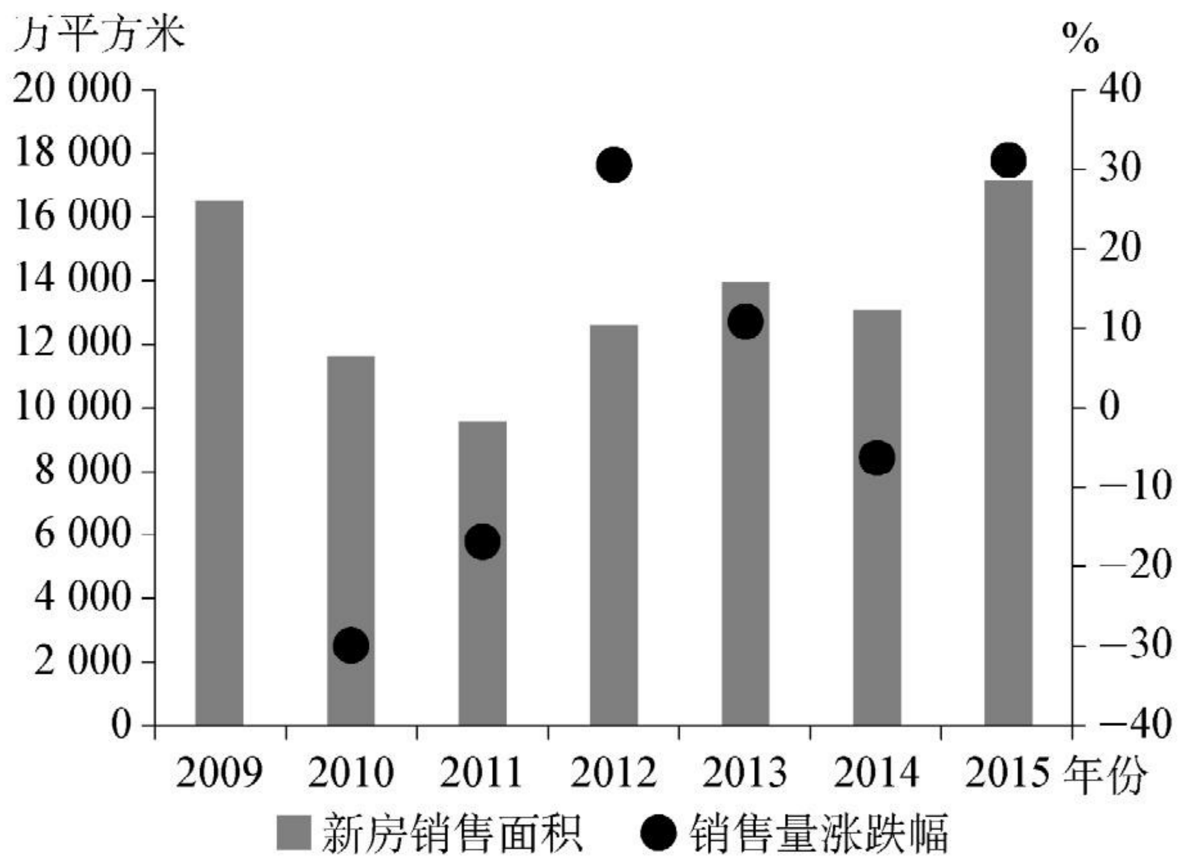
资料来源：国家统计局；中原集团研究中心

到2016年年初，新开工指标又出现了相对比较强劲的反弹，这主要得益于前期基数比较低，所以反弹幅度比较大。新开工指标总体来说决定了中期市场的变化，也对市场的政策导向起到了一定的提示作用。目前，二线城市新开工复苏情况相对比较优先，主要得益于二线城市库存消化情况相对较好，竣工也开始顺利增长。然而，就全国整体情况而言，库存依然在高位，新开工意愿仍旧较低，全国整体土地供应仍在减少。

中期看市场的另一个重要指标，就是二手房市场的占比。我们已经看到，全国新房建设的巅峰时期已经过了，2009年是一个峰值，整个巅峰时期过了以后，存量房时代就开始了。我们曾对40个重点城市的人均新房累计面积进行了估算，可以看到一线城市的人均新房累计销售面积大概是在10平方米左右，而现在包括二线在内的40个重点城市都有与一线城市接近的趋势。因此整体来说，新房建设未来的空间相对有限。当然，城市不可能无限制地扩张新房建设，土地资源有限也带来了新房市场空间的缩窄。根据我们所能获得的可比数据（图1.7），可以看到过往几年16个重点城市的二手房市场整体销售状况，特别是2015年的增长速度已超过了新房市场。北上广深等一线城市的二手房占比已经超过新房市场，这表明这些城市都已经进入了相对平稳的发展时期，二手房市场与新房市场一起构成了整体的市场供应，整个市场的供求关系也达到了新的平衡。




亿元
%
30 000
25 000
20 000
15 000
10 000
5 000
0
100
80
60
40
20
0
−20
−40
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
年份
二手房销售金额
销售金额涨跌幅


万平方米
%
20 000
18 000
16 000
14 000
12 000
10 000
8 000
6 000
4 000
2 000
0
40
30
20
10
0
−10
−20
−30
−40
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015 年份
新房销售面积
销售量涨跌幅

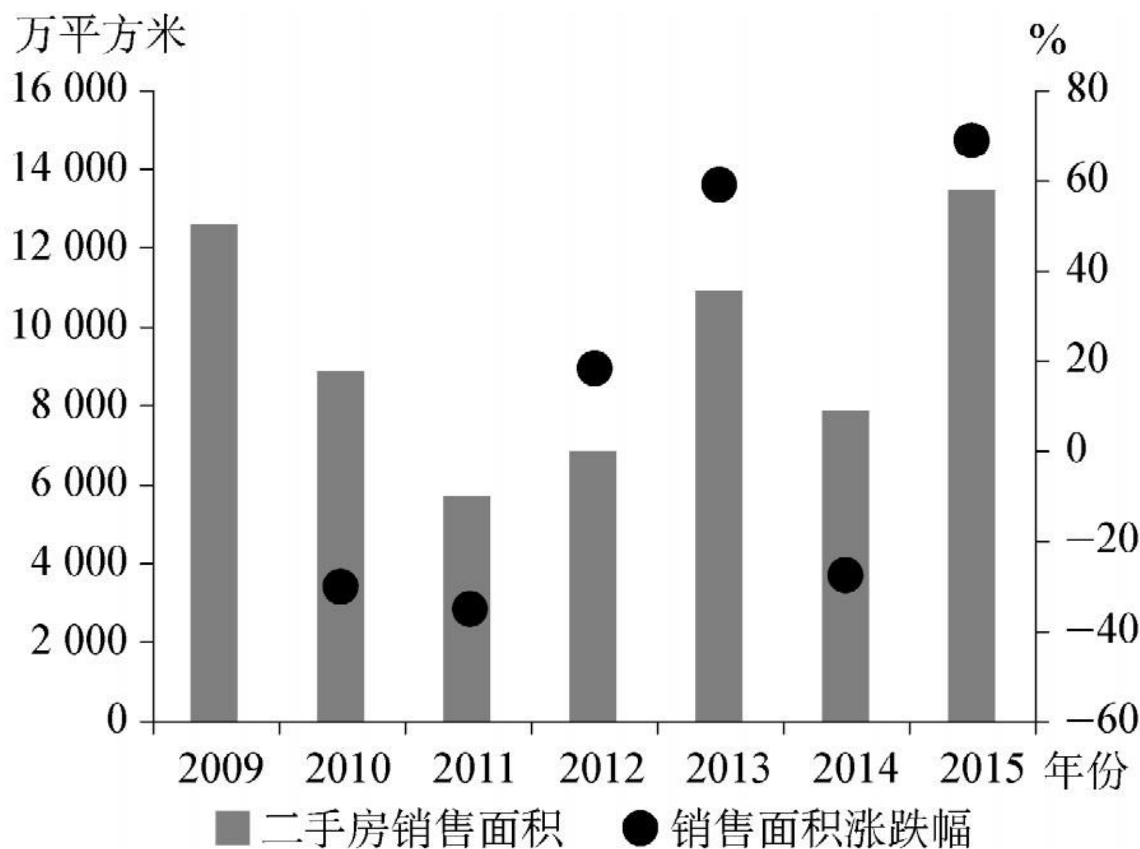


图1.7 16个重点城市新房与二手住宅销售情况

资料来源：各城市交易中心；中原集团研究中心

最后，从长期来看市场的发展，人口的因素大概是最大的影响因素。根据第六次人口普查数据所反映的全国人口流动状况（包括净流入人口为正的地区和净流入人口为负的地区）可以了解到，除了中部地区以外，人口基本上往东西两端流入，即沿海地区大量人口流入，还有就是像内蒙古和新疆在内的西北这些地方有一些人口流入，但是那些人口流入相对比较低。所以，整体呈现出人口向大城市尤其是特大城市聚集的趋势。大家回忆一下之前我们讲到的40个城市量价结构图（图1.2），出现在第一象限的城市都有一个重要特征，即人口呈正增长，人口增长是支撑房地产市场可持续性发展的一个非常重要的因素。

我们还对国内300多个城市做了一个基本的梳理，大概有三种类型的人口结构对房地产市场有重要的作用。这三个类型分别是金字塔型、大学城型和枫叶型(图1.8)，实际上都反映出从25~45岁这段人口的比重相对比较高，而这一人口段往往是支撑整个城市住房购买需求的最重要力量。符合金字塔型的有深圳、厦门、上海、广州、杭州、东莞、惠州、泉州、南宁、中山等14个城市，大学城型的有武汉、南京、西安等9个城市，枫叶型的有天津、重庆、宁波、无锡、常州、唐山、扬州、洛阳、海口、安庆、泸州、襄阳等16个城市。

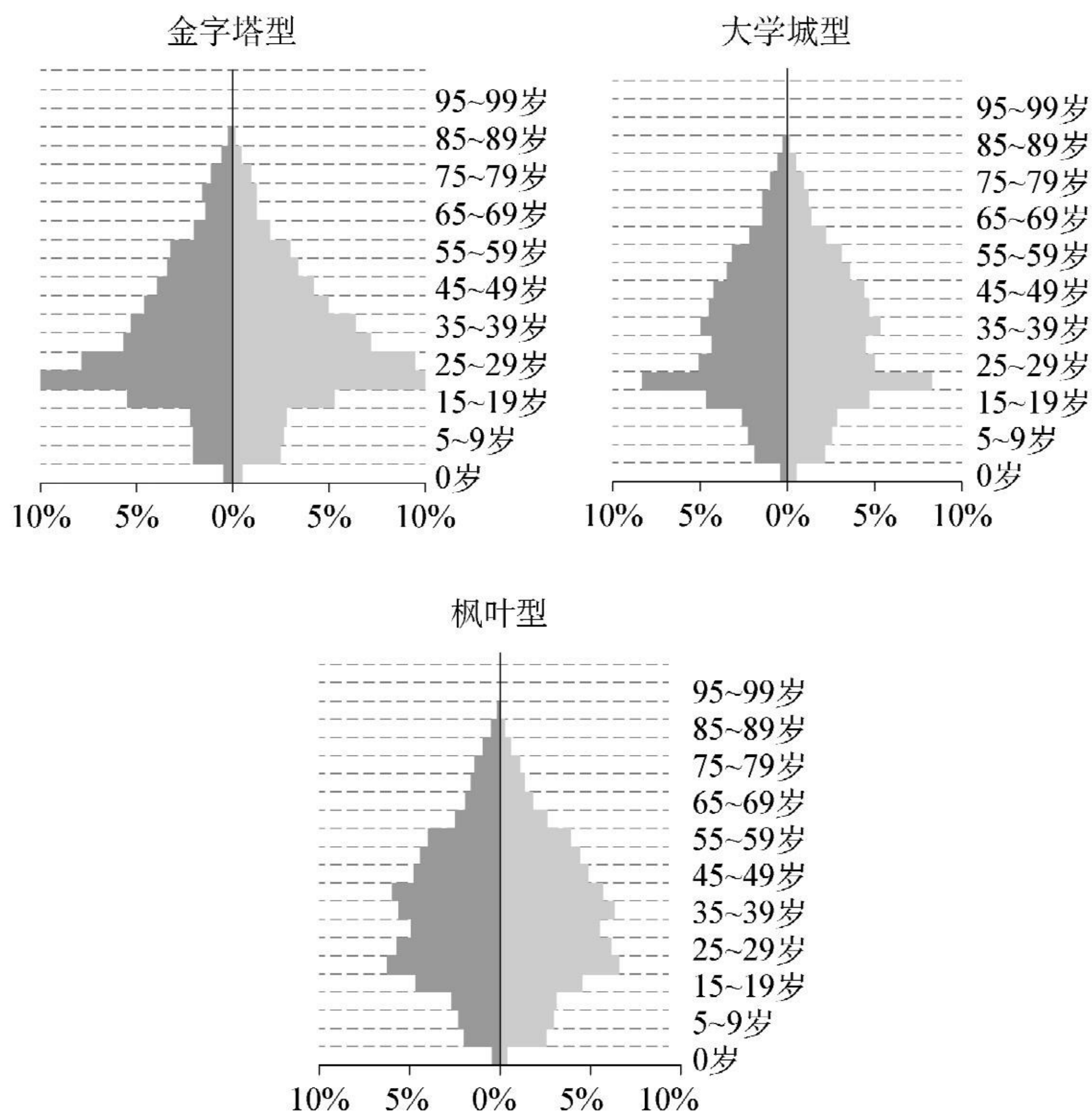


图1.8 城市人口年龄结构的类型

除了人口因素以外，经济发展才是真正导致人口增长的根本因素，所以我们对这40个重点城市的经济实力和产业格局做了一些分析。通过图1.9可以很明显看到一线城市和二、三线城市之间的差距。其中很有意思的是像东莞这样的城市，它的经济实力如果仅仅从三个重要指标来看，在这40个城市里面是名列前茅的，这也是为何东莞近年来房地产市场蓬勃发展的原因之一。同时，产业格局也决定了一个城市是否具有生活方式的吸引力，而第三产业对人口的吸引力其实是最高的。往往在第二产业为主的城市，它的房地产市场表现，无论从购买力还是城市人口吸引力方面，都处于相对较弱的状态。

综上我们可以看到，判断房地产市场的发展，无论是短期从去库存情况，中期从土地供求关系、二手房的格局、新房的发展状态，还是长期从人口因素，这几个方面其实都反映了一个城市的基本面。我们可以从这三个方面对城市进行梳理，城市房地产市场是否健康发展，实际上跟这些指标息息相关。

总而言之，看待一个城市的发展，看待一个房地产市场的发展，不是单一维度的，需要综合地去判断。

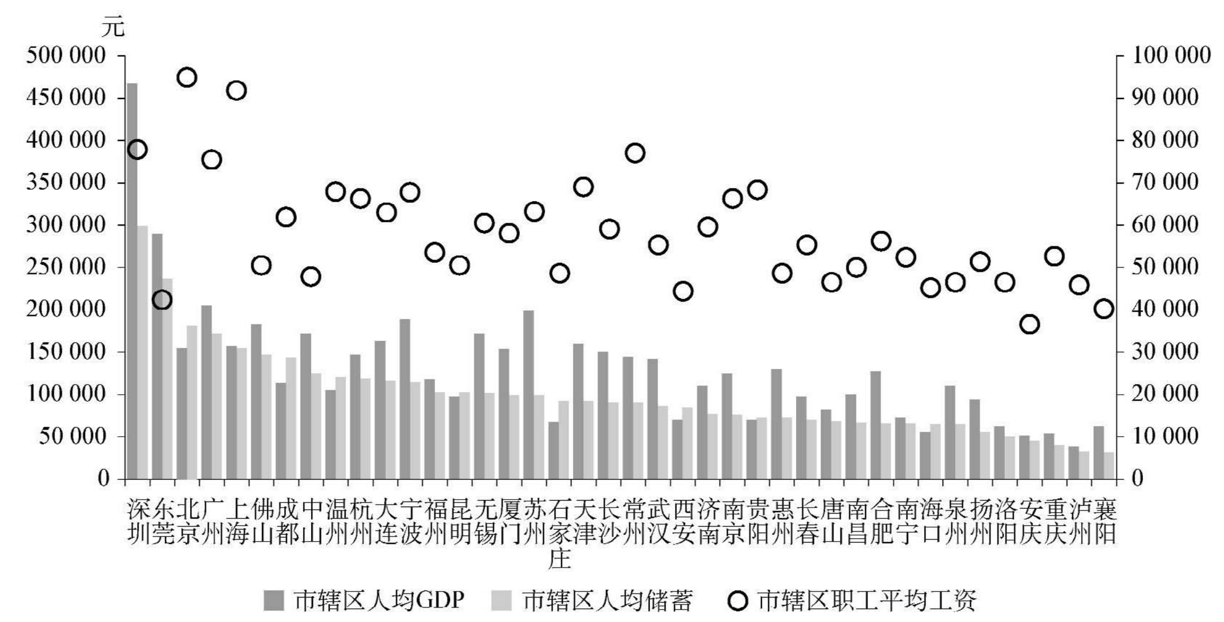


图1.9 40个重点城市经济实力（2013年底）

资料来源：各地统计局；中原集团研究中心

第2章
农民工购房市民化：不仅仅是为了去库存

倪鹏飞

中国转型发展的主要问题是农民问题。

解决农民工住房问题，可以考虑将购房农民工纳入居住证覆盖人群，产权分割分期出售，农民工农村土地、住房财产市场化交易，改进地级以下城市财政、补贴制度等等。

1. 农民工购房市民化仅仅是为去库存？

自2009年以来，房地产市场高涨带动住房开工、施工面积大幅攀升，导致供给出现阶段性和结构性严重过剩。预计2015年商品住房总库存达40亿平方米，商品住房过剩库存高达21亿平方米。库存长期积压严重威胁着经济、金融和社会的健康、安全与发展。因此，去库存是当前住房政策首要目标。但是试图继续使用连续多年的宏观经济刺激政策，扩大城镇现有的刚性需求和改善性需求，短期内不可能化解规模如此巨大的过剩库存。开辟新需求即支持农民工购房，是快速消化过剩库存，促进住房市场稳健调整和发展的有效之策。

中国实现从传统乡村社会向现代社会的成功转型，是每个中国人都在建设的实现个人转变、家庭富裕与国家富强、民族复兴的“家国梦”。与中国革命一样，中国转型发展的主要问题是农民问题。转型

的主要目标是，让占全部人口绝大多数的农民变成工人和市民，过上幸福生活，让国家从传统落后的农业国家变为先进现代的国家，实现国家富强与民族复兴。农民是中国转型的主体力量，农民的不懈奋斗，改变自己与家庭的命运，推动国家富强与民族复兴。

农民工是当代中国最可爱的人，像辛勤耕耘的黄牛，吃的是草，挤的是奶。作为先进农民和中坚工人，他们在最艰苦、最恶劣的工作环境里，从事着最苦最累的工作，起早贪黑加班加点，奉献智慧，挥洒汗水。他们建设一座座城镇和一栋栋高楼，让中国发生巨变；他们制造数以万亿计的商品与服务，通过一艘艘巨轮和一列列火车涌向八方，让世界发生改变；他们创造了充分涌流的滚滚财富，形成了不竭的中国红利。农民工不仅是中国转型的主力军，而且是中国奇迹的主创人、全球增长的新动力。

但是，农民工个人及家庭却长期工资微薄，待遇缺失，蜗居工棚，节衣缩食，夫妻两地，骨肉分离，客居异乡，寄人篱下。他们住在城市里但没有自己的住房，没有温馨的家，不能实现家庭团聚，不能享受天伦之乐，不能过上正常的家庭生活，不能在城镇安居乐业。他们付出牺牲与代价，远未得到像城里人一样的基本公正待遇。

今日中国，行在“跨越中等收入陷阱”的最后一步。中国经济宏观层面面临：经济增长持续下行；转型升级举步维艰；全面改革步履蹒跚；房地产阶段性过剩；城镇化结构性失衡。

这些宏观层面恰恰与农民工问题有关：经济增长的需求不足和供给问题，来自于半城镇化导致的需求缺口；户籍制度、财税制度、土地制度和金融制度的改革，主要是涉及农民工购房及其市民化。因此，农民工购房具有一石多鸟效应。首先，农民工是楼市的“救市主”，农民工购房化解房地产库存；其次，农民工购房带动投资和消费从而稳定增长和促进转型；再次，鼓励农民工购房将可以倒逼改革；最后，农民购房圆了农民工的住房梦，也圆了人民幸福的梦。

2．中国住房空置和库存究竟有多少？

鼓励农民工购房，除了农民工购房发挥多重效应外，还基于住房的现有存量、过剩库存和潜在增供给(见表2.1)。

表2.1 城镇住房开发存量的具体构成（2011~2015年）

	2011年		2012年		2013年		2014年		2015年（1～10月）	
指标	绝对量	同比增长（%）	绝对量	同比增长（%）	绝对量	同比增长（%）	绝对量	同比增长（%）	绝对量	同比增长（%）
住房开发投资(亿元)	44 308	30.2	49 374	11.4	58 951	19.4	64 352	9.2	53 150	1.3
住房施工面积（万平方米）	388 439	23.4	428 964	10.6	486 347	13.4	515 096	5.9	492 633	0.2
住房新开工面积（万平方米）	146 035	12.9	130 695	−11.2	145 845	11.6	124 877	−14.4	87 753	−14.7
住房竣工面积（万平方米）	71 692	13	79 043	6.4	78 741	−0.4	12 084	11.3	7 499	2.7
住房销售面积（万平方米）	97 030	3.9	98 468	2	115 723	17.5	105 182	−9.1	83 713	7.9

指标	2011年		2012年		2013年		2014年		2015年（1～10月）	
	绝对量	同比增长（%）	绝对量	同比增长（%）	绝对量	同比增长（%）	绝对量	同比增长（%）	绝对量	同比增长（%）
住房待售面积（万平方米）	16 904	35.8	23 619	30.6	32 403	37.2	40 684	25.6	43 654	14
土地购置面积（万平方米）	40 973	2.6	35 667	－19.5	38 814	8.8	33 383	－14	17 847	－33.8

首先，当前已售住房存量估计在280亿平方米，住房存量处在接近饱和状态。根据第六次人口普查推算：2015年人均住房面积34.33平方米，总面积为240亿平方米，含正式住房及非正式住房，不含空置住房。而结合中国家庭金融调查与研究中心关于城镇住房空置率的调查等，空置率应该接近20%，空置面积40亿平方米。从人均面积看，处在比较高的水平：7.68亿全部常住人口计算人均住房建筑面积达到36.5平方米，5亿户籍人口人均住房建筑面积在56平方米；从户均套数看，住房空置率也处在15%~20%合理区间的边缘。但根据第六次人口普查推算：2015年，有31.1%的城镇家庭住房在30平方米以下，36.5%（1.5亿人口）家庭住房不同时拥有厨房和厕所，有10%左右的住房建于1980年之前。

其次，当前过剩库存高达21亿平方米，目前过剩库存积压主要集中在地级及以下城市。其中，现房过剩1亿平方米（超过18个月外）；期房过剩19.923亿平方米（超过两年外）。总库存为39.96亿平方米。其中，待售现房库存4.2585亿平方米（去化期23个月）；待售期房库存35.7亿平方米（库存=施工面积51.48亿平方米-两年销售15.78亿平方米）（去化期4.5年）。

再次，保持新常态下的投资增速，未来新增供给可能达67.2亿平方米。未来5年要保持6.5%以上的增长，在新的动力还不太强劲的情况下，商品住房投资等指标恢复和保持在10%左右的新常态增长。如果在每年10亿平方米（近几年的销售均值）的基础上，每年10%未来新增供给至少67.2亿平方米。

最后，2020年总库存预计将在350亿平方米左右，按常住人口计算人均40平方米。当前过剩库存21亿平方米，未来5年新增库存67.2亿平方米，未来5年拆迁估算18亿平方米。按2020年常住人口8.7亿计算，城镇常住人口人均住房面积为40平方米。

3. 未来5年中国住房有效需求究竟有多少？

鼓励农民工购房，让农民工成为楼市“救市主”，更因为城镇居民潜在有效的需求，难以消化和匹配住房现有存量、过剩库存和潜在的新增供给规模。城镇住房需求最终决定城镇人口的总量及其变动趋势。2014年，中国城镇常住人口达到7.7亿；其中，存量户籍人口接近5亿，非户籍常住人口2.7亿。

首先，鉴于住房拥有不均以及30%住房配套不全等，“十三五”期间，城镇户籍人口中仍有1亿左右住房困难的低收入家庭，需要获得大约3800万套（预计30亿平方米）的安居性住房保障，包括棚户区改造、公廉租房等。即使一部分由实物化保障改由货币化保障，按照50%的购买量计算，将有15亿平方米从市场购买，每年达3亿元。

其次，虽然总体上城镇户籍人口可能已过户均1：1套的饱和标准，鉴于住房拥有不均以及30%住房配套不全等，户籍人口中仍有超过1亿的中等及以上人口具有改善性需求和刚性需求（1400万家庭）。若假设最近几年年均销售10亿平方米都视为城镇居民的刚性和改善性需

求，并假定未来5年年均规模不变，“十三五”期间总需求为50亿平方米。

因此，未来5年城镇户籍人口商品住房总需求达65亿平方米左右。但当前过剩库存与未来潜在供给之和为88亿平方米左右。因此，完成去库存和保持住房市场的可持续增长，必须开辟新需求，其中最为现实的需求即农民工市民化的住房需求。

未来5年农民工新增购房总共有可能达23.1亿平方米。根据国家统计局的农民工调查：2014年农民工总数2.7亿，其中，1.7亿外出农民工居住情况十分糟糕：在城镇自购房住的仅为1%；回农村住的13.3%；租房住的36.8%；住工棚的17.2%；住单位宿舍的28.3%。按照未来5年1亿人城镇化计算，如果70%的家庭人口在城镇购房（人均33.3平方米），每年以农民工为主体的购房需求可达4.6亿平方米。

4. 农民工在哪里能买得起房，安得起家？

农民工能否或者在哪里买得起房，关键是看农民工收入、就业的城镇及对应城镇的房价。根据国家统计局的农民工调查：2014年1.7亿的外出农民工，从家庭迁徙看，举家外出的占20%，一人外出的占80%；从就业城镇看，外出农民工30.5%在直辖市和省会，69.1%在地级市和小城镇；从收入及增长看，平均收入为2864元，增长率为9.8%，其中，建筑业最高，为3292元，居民服务、修理和其他服务业最低，为2532元(见表2.2和表2.3)。基于以上数据与《中国统计年鉴》数据及各地住房价格数据，可以对农民工的购房可支付能力进行粗略估算。

表2.2 2014年外出农民工流向地区分布及构成

	合计	直辖市	省会城市	地级市	小城镇	其他
外出农民工总量(万人)	16 821	1 359	3 774	5 752	5 864	72
其中：跨省流动(万人)	7 867	1 107	1 783	3 163	1 742	72
省内乡外流动(万人)	8 954	252	1 991	2 589	4 122	0
外出农民工构成(%)	100	8.1	22.4	34.2	34.9	0.4
其中：跨省流动(%)	100	14.1	22.7	40.2	22.1	0.9
省内乡外流动(%)	100	2.8	22.2	28.9	46.1	0

第一，关于农民工家庭收入的估算。一般而言，农民工夫妇在城镇就业和只有一个在城镇就业，收入是不同的。按照国家统计局调查数据和统计数据估算，全迁家庭每年收入为8万元，其中，工资收入7.2万元（按月平均3000元估算），农业收入估计0.8万元（根据农民纯收入估算），见表2.3。单迁家庭每年收入为4.1万元，其中，工资收入为3.6万元，农业收入1.5万元。

表2.3 分行业农民工人均月收入及增幅（单位：元；%）

	2013 年	2014 年	增长率
合计	2 609	2 864	9.8
制造业	2 537	2 832	11.6
建筑业	2 965	3 292	11
批发和零售业	2 432	2 554	5
交通运输、仓储和邮政业	3 133	3 301	5.3
住宿和餐饮业	2 366	2 566	8.4
居民服务、修理和其他服务业	2 297	2 532	10.2

第二，不同区域和级别城市房价的估算。省会级以上地级城市房价均超过每平方米7000元均价计算，一套100平方米的住房价格超70万元，首付超过14万元；地级城市按每平方米5000元均价计算，一套100平方米的住房为50万元，首付至少10万元；县级城市按每平方米3000元均价计算，一套100平方米的住房30万元，首付至少6万元；中心城

镇按每平方米1500元价格计算，一套100平方米的住房需要15万元，首付至少3万元。

第三，农民工的购房可支付能力的匡算。通过不同城市的房价和不同家庭的收入状况测算房价收入比。全迁家庭地级市、县级市和中心镇的房价收入比分别为：1∶6.75；1∶3.75；1∶1.5。单迁家庭在地级市、县级市和中心镇的房价收入比分别为：1∶12.5；1∶6.75；1∶3.75。按照国际上认同的房价收入比，1∶2到1∶6之间都是合理区间。可以看出，全迁和单迁家庭在省会以上城市购房，可支付能力均超出合理区间；单迁家庭在地级城市购房可支付能力超出合理区间。

总体上，农民工在地级以下城镇基本具备住房可支付能力，在省会及以上城市不具备住房可支付能力，在东部地区的农民工家庭住房支付能力较差,在中部和西部地区的农民工家庭住房支付能力较好。同时，由于农民工近70%在地级及以下城镇就业，比较而言，权利、身份认同与留守家庭福利提升决定农民工倾向回家乡购房。因此，农民工最适合、最可能在地级及以下城镇购房。

5. 农民工购房比例低的原因在哪里？

虽然在住房金融等制度体系完善的假定下，农民工在地级及以下城镇基本具备住房可支付能力，但举家外出就业家庭仍可能存在50%的资金缺口，一人外出就业家庭可能存在75%的资金缺口。住房金融等相关制度的缺失和约束，地级及以下城市的基础设施与公共服务问题，导致农民工现实的购房比例极其低下。

第一，农民工购房能力因为金融排斥和制度约束而受限。首先，在政策性住房金融方面，参加了住房公积金的外出农民工仅占5.6%，并且不能结转，不能用于租房。其次，在商业性金融方面，农民工在

流入地购房，办理住房抵押贷款存在严重户籍歧视，而农民工在输出地，进行以土地、住房等固定资产抵押获取贷款，还存在着诸多障碍。另外，能够形成农民工收入的土地承包、宅基地使用权和集体收益权也难以交易兑付。收入和资产难以变现。

第二，农民工购房意愿因为城市环境差和户籍歧视而下降。首先，公共服务的提供以户籍为依据，农民工购房不能获得与城镇人口相同的教育、医疗、就业、社保等，从而降低了农民工购房的意愿。其次，全国的地级及以下的基础设施缺乏，公共服务水平低，尤其是中西部地区的小城镇，基础设施和公共服务严重缺失，尽管农民工具有购买能力，也没有意愿购房迁入。

6. 解决农民工住房的答案在哪里？

让农民工通过“建设自己的房间”化解房地产库存，通过加快农民工市民化，推进以满足新市民为出发点的住房制度改革。

第一，借鉴曾经的蓝印户口制度，将购房住户纳入居住证覆盖人群。全面推进并完善居住证制度，凡购房不再考虑就业或者交纳社保的年限，享受和户籍居民平等的公共服务和基础设施。尤其是子女有平等优质教育权利。政府给购房者与户籍居民平等的就业与创业机会，并将其纳入就业与创业服务体系，给予服务和支持。

第二，探索实施商品房共有产权制度，实施住房产权分割出售。一方面开发商资金紧张，亟待去库存，另一方面，农民工购买力有限，要解决扭结，实现多赢。实行产权开发商部分持有、部分出售给购房者的办法，共同到银行办理并获得抵押贷款。开发商与购房者可按3∶7、5∶5、7∶3比例持有，开发商将持有产权部分租给业主，并商定未来若干年以怎样的价格全部出售给购房家庭。

第三，建立普惠住房金融制度，实现政策性和商业性覆盖农民工。针对目前存在的政策性金融和商业性金融对农民工的排斥状况，建立普惠的政策性住房金融体系，扩大公积金对中、低收入居民的覆盖，将公积金覆盖到农民工，并实行异地提取购房制度；建立商业性普惠金融体系，让农民工获得与户籍居民平等的商业住房抵押贷款机会，同时加快完善农民住房财产权等抵押与担保制度。

第四，允许和鼓励农民工转让土地承包权，出售和出租住房，成为“人地挂钩”视域下农民工家庭住房问题解困的根本举措。农民工在农村的财产权保护和市场化交易，不仅有助于资源合理利用和农民在城镇里乐业，而且有助于其在城镇安居。但是还存在不少法律和制度性障碍。为此，总结试点经验，抓紧切实改革土地制度，全面推开土地承包权流转、宅基地使用权转让和集体收益分配权落实。

第五，改进地级以下城市的基础设施与公共服务。建立与常住人口挂钩、分级负责的财政体制，加大对行政级别低的城镇的转移支付力度，建立农民工住房补贴制度。加快制定向小城市倾斜的投资政策，引导产业项目和基础设施，建设在住房支付能力强的小城市布局，提高其就业吸纳能力，改变我国城市就业吸纳能力和住房支付能力错配的现状，激励更多的农民工在小城镇购房和永久性迁徙。

第3章
住房市场库存与地区间不平衡

刘洪玉 朱恩伟

不同城市的住房市场，应有不同政策目标：一线城市控制价格（吸纳周期短、住房价格高）；二线城市维持当前状态（吸纳周期短、住房价格低）；三、四线城市去库存（吸纳周期长、住房价格低）。

1. 引言

限购限贷并未有效抑制快速上涨的房价

自2009年开始，全国住房价格迅速攀升。为抑制房价持续快速上涨，国务院于2010年1月和4月先后发布住房市场调控政策，其中包括对住房投资进行一系列信贷和财税政策限制，并首次提出“限购”，即要求一些房价过高的城市限制家庭购房套数。随后，全国46个城市先后颁布“限购令”。在此后三年内，国务院持续加强对住房市场的干预，不断提高住房首付比例和贷款利率以及相关税费标准，并加强限购措施。但每一次的住房市场调控都仅能在非常短的时间内抑制房价上涨，随后住房市场便将政府对住房市场的抑制政策逆向解读为房价上涨的信号，导致住房价格恢复持续上涨的趋势。总体上而言，政府对于住房市场的调控都没能在长期取得明显的效果。

新常态下楼市低迷，去库存成为重要任务

2014年上半年，在没有任何进一步调控政策出台的情况下，全国住房价格出现连续的环比下跌。2014年9月，央行出台政策放松了此前对住房抵押贷款的限制，但房价依然保持小幅下跌的趋势。2014年末，住房市场库存达到历史最高位。2015年随着整体经济全面进入“新常态”，各行业面临产业升级调整，“去库存”成为重要的政策目标。伴随着央行连续多次降息降准，住房市场政策也进一步放开，包括进一步降低首付比例和相关税收，部分城市甚至对部分家庭发放购房补贴，并尝试改革户籍制度以进一步扩大住房需求。与此同时，2015年7月起绝大多数城市陆续取消限购令，至2015年底仅剩北京、上海、广州和深圳四个一线城市仍然保持限购政策。

去库存政策效果两极，住房市场分化加剧

随着这一系列住房市场刺激政策的颁布，2015年住房市场复苏，交易量和价格都有明显上涨。其中，2015年末以深圳为首的一线城市房价开始出现巨大涨幅，引起了社会的广泛关注。与此同时，不少新闻指出许多三、四线城市去库存政策效果不佳，住房需求不足，房价持续低迷。一线城市和三、四线城市房地产市场的显著差异被喻为“冰火两重天”，住房市场库存的地区间不平衡成为政府、学界乃至整个社会的关注热点。刘琳指出，截至2015年末一线城市房地产库存完全消化，而部分二线城市和多数三、四线城市仍然面临较为严峻的去库存问题。沈孝强和吴次芳根据供需理论构建指标评价城市住房库存消化能力，发现库存消化能力在城市间存在明显的差异，以此对住房市场进行分区并建议根据区域特点采取差异化的调控政策。

库存和去库存地区间差异规律值得关注

一些学者还进一步讨论了导致住房库存城市间分布差异的因素及影响规律。一些学者指出了人口增长对住房需求的决定性作用，进而影响库存的去化情况。我国目前还处于快速城市化阶段，人口流入是城市住房需求的重要来源。因而在住房政策放宽后，城市对于人口的吸引力越大，住房需求的增量就越为明显；反之，对于人口吸引力不大的城市住房市场本身已经见顶，需求增量就较为有限。这一观点也在一定程度上解释了一线城市去库存效果明显好于三、四线城市的现象。另一方面，一些学者还观察到了位于大城市周边的城市房价在住房政策放宽后的大幅上涨。尤其对于一线城市而言，人口容纳能力有限，住房供给无法满足日益增长的住房需求，而处于其周边的城市可以在一定程度上承接这部分的外溢需求。

本章测算了72个城市不同层次的住房库存量，并计算了各层次库存对应的吸纳周期，然后分别讨论了两者在各线城市的差异以及后者与住房价格间的关系。在此基础上，进一步通过建立实证模型检验了不同因素对吸纳周期的影响。研究发现，2015年去库存政策显著降低了城市住房库存整体水平，但住房库存在地区间的分布存在明显的不平衡现象。除三、四线城市库存量明显高于一、二线城市外，城市对人口的吸引力和周边大城市的数量都会对城市住房库存产生显著影响。

2. 商品住房库存及现状特点

商品住房库存及其分类

对一般企业而言，产品库存狭义上是指可以直接销售的成品，广义上也包括用于生产的原材料。房地产开发周期远远长于其他行业产品的生产周期，其库存的分类相应的也更为丰富。此外，我国商品房预售制度允许开发商将尚未竣工的商品房作为期房销售，并且预售面

积在总体销售面积中占比超过90%，这使得商品房的销售与竣工在很大程度上相互分离，让商品住房库存的分类更为复杂。根据商品房所处开发周期的不同阶段和销售状态可以较为系统地将其库存分为以下四个层次。

第一层次的商品住房库存（以下简称“库存1”）是已竣工并作为现房上市，但尚未销售出去的商品房，这与国家统计局公布的“商品房待售面积”含义相同。

第二层次的商品住房库存（以下简称“库存2”）是尚未竣工而取得预售许可作为期房上市，但尚未预售出去的商品房。库存1和库存2与住建部统计的“期末累计可售面积”含义相同，都是已上市的产品，属于典型意义上的库存。

第三层次的商品住房库存（以下简称“库存3”）是尚未竣工也未取得预售许可的在建商品房。相比库存1和库存2，库存3尚未作为产品上市，属于较为广义上的库存。但在建工程的停工会对开发商造成巨大的损失，因而除非极端情况，库存3一定会在未来一段时间内转化为库存1或库存2。

第四层次的商品住房库存（以下简称“库存4”）是开发商已受让使用权但尚未投入建设的土地（对应的规划建筑面积）。库存4是更为广义的库存，在房地产市场分析中也被称为潜在供给，通常无法准确预计其转化为库存3所需的时间。

以上四个层次的库存完整覆盖了商品房的开发销售周期，且在定义上互相没有重叠，其与开发销售周期的关系如图3.1所示。需要注意的是，部分商品房建设完成后将留作他用，不会进行上市销售，在本章中称为“非销售面积”。这一部分商品房在定义上不属于库存，需要在计算中加以剔除。还需要指出的是，不同层次的库存在转化过程中可能存在一定的损耗，包括开发商因为拖欠土地费用导致使用权被

地方政府收回，因为拖欠工程款导致在建项目停工烂尾等。因此，库存4不一定能完全转化为库存3，库存3也不一定能完全转化为库存2或库存1。

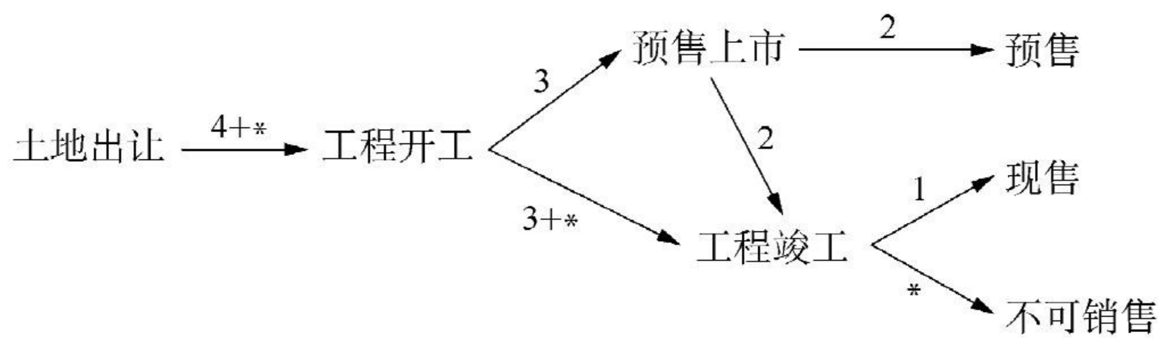


图3.1 库存分类与商品房开发销售周期

注：图中数字1~4分别指代库存1、库存2、库存3和库存4；*代表非销售面积。

不同层次的库存，其经济含义有很大差别。从库存对房地产市场的影响程度来看，库存1和库存2都已上市，对市场影响最为直接，造成的库存压力也最为明显；库存3已投入建设，在未来一定时间内几乎一定会上市，常被开发商称为可销售的“货值”，是未来库存压力的最直接来源；库存4为潜在供给，投入建设的时间受开发商控制，造成的库存压力较小，但也会给土地持有者带来巨大的财务压力，可能引起房地产市场风险。从去库存的方法来看，库存1和库存2的去化属于短期政策目标，可以依靠财税政策和信贷政策的调整实现；库存3和库存4的去化属于中长期政策目标，应当与住房制度和户籍制度的进一步深化改革同步实现。

商品住房的库存状况

根据本章章末附录所示方法可以在理论上计算我国商品住房中各层次的库存量。但其中，土地购置面积中仅有通过招拍挂、出让部分的统计数据较为完整，而协议出让部分面积数量巨大不可忽略，因而在实践中无法准确计算库存4。除此以外，数据来源完整的共计72个城

市，包括4个一线城市，25个二线城市和43个三、四线城市。计算得到我国商品住房在2009~2015年间各层次库存量如表3.1所示。

表3.1 商品住房库存量

	年份	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
72 个城市	**总库存(亿平方米)**	**15.52**	**18.37**	**22.65**	**24.83**	**26.88**	**28.34**	**26.98**
	库存 1 占比(%)	1.6	1.4	1.6	1.7	1.3	1.5	1.8
	库存 2 占比(%)	12.5	14.1	16.3	15.8	16.0	19.1	19.5
	库存 3 占比(%)	85.9	84.5	82.1	82.5	82.7	79.4	78.7
一线城市	**总库存(亿平方米)**	**1.28**	**1.46**	**1.78**	**1.79**	**1.72**	**1.88**	**1.73**
	库存 1 占比(%)	6.8	6.3	5.9	6.2	8.0	8.3	11.1
	库存 2 占比(%)	22.8	22.3	22.4	21.3	22.4	26.6	24.9
	库存 3 占比(%)	70.3	71.4	71.7	72.5	69.6	65.1	64.0
二线城市	**总库存(亿平方米)**	**8.43**	**9.93**	**12.11**	**13.11**	**13.95**	**14.54**	**13.65**
	库存 1 占比(%)	0.8	0.8	0.7	1.0	0.8	0.9	1.2
	库存 2 占比(%)	12.3	14.7	17.4	16.2	16.0	19.7	19.4
	库存 3 占比(%)	86.9	84.5	81.9	82.8	83.1	79.3	79.4
三、四线城市	**总库存(亿平方米)**	**5.80**	**6.97**	**8.75**	**9.93**	**11.21**	**11.91**	**11.60**
	库存 1 占比(%)	1.5	1.3	2.0	1.8	0.9	1.1	1.2
	库存 2 占比(%)	10.7	11.4	13.6	14.3	15.0	17.3	18.9
	库存 3 占比(%)	87.8	87.3	84.4	83.9	84.1	81.6	79.9

从72个城市总体来看，从2009年开始商品住房库存总量稳步上升，于2014年达到历史最高值，2015年略有下降，说明2015年去库存政策在整体上取得了一定的效果。库存1占比远小于库存2，两者之比长期稳定在10%上下，可知我国商品住房主要通过预售方式进行销售。库存1和库存2的占比又远小于库存3，但前两者占比在近年来有所上升。

从各线城市来看，商品住房库存总量均在2015年有所下降，说明2015年去库存政策在各线城市均发挥了一定的作用。一线城市中，库存1和库存2的比值约为30%，明显高于平均水平，这说明一线城市中现

房库存所占比例更高。一线城市商品住房供不应求，且存在更多的豪宅，开发商更有动力持有住房并从房价上涨中获利，因此可以推测一线城市高比例的现房库存在一定程度上是开发商有意为之（而非需求不足）。此外，一线城市库存1和库存2的占比也明显高于其他各线城市，说明一线城市的在建库存量相对偏低，未来住房上市供应量将相对不足。

3. 商品住房的吸纳周期

商品住房吸纳周期状况

许多研究都使用吸纳周期作为标准化的库存指标，并观察到住房市场吸纳周期与价格之间的反向波动关系。对于库存1和库存2，吸纳周期是按照当前销售速度将当前库存全部销售出去所需要的时间，为克服季节性影响，本章使用计算时点前12个月月均成交量表征住房销售速度。对于库存3，吸纳周期是按照当前去化速度将当前库存全部转化为库存1或库存2所需要的时间，其去化途径可分为预售上市和现售上市两种，本章使用计算时点前12个月月均上市量表征库存3的去化速度。计算得到我国商品住房在2009~2015年间72个城市各层次库存对应的吸纳周期，如表3.2所示。

表3.2 商品住房吸纳周期

	吸纳周期（月）	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
72 个城市	库存 1	18.3	20.0	29.7	33.0	24.9	29.5	28.4
	库存 2	6.5	9.6	16.0	14.2	12.9	17.6	13.2
	库存 3	54.3	49.7	53.5	61.1	57.9	54.9	53.7
一线城市	库存 1	16.7	28.5	32.5	33.8	29.2	43.1	36.4
	库存 2	6.0	11.3	17.3	12.6	11.3	17.2	11.3
	库存 3	24.2	31.2	34.5	33.6	29.1	27.0	26.5
二线城市	库存 1	13.7	19.7	15.2	16.8	15.0	17.3	18.6
	库存 2	6.2	9.5	16.2	13.4	11.9	16.1	12.0
	库存 3	58.8	49.0	52.7	59.2	55.6	50.9	50.3
三、四线城市	库存 1	28.4	15.6	51.5	113.3	56.4	46.3	40.5
	库存 2	7.3	9.2	15.3	16.1	15.3	20.3	15.7
	库存 3	61.0	56.6	60.4	73.5	70.1	70.6	67.4

从72个城市总体来看，从2009年开始库存1和库存2的吸纳周期均稳步上升，于2014年达到历史最高值，2015年略有下降，库存3的吸纳周期反而在近年有所下降。库存1的吸纳周期明显高于库存2，这说明虽然现房库存量少，但销售速度相对更低，因而吸纳当前库存所需要的时间更长。

从各线城市来看，各层次吸纳周期的时间变化和72个城市总体变化基本一致。三、四线城市各层次库存的吸纳周期均高于一、二线城市，可见商品住房的各层次的库存压力都集中在三、四线城市。

商品住房吸纳周期与价格的关系

本小节仅使用库存1和库存2研究商品住房吸纳周期与价格的关系，城市样本数量可拓展到90个城市。图3.2展示了90个城市商品住房平均吸纳周期和新建商品住房价格指数的变化情况。从长期变化来看，全国住房市场吸纳周期和价格均呈现整体上升的趋势。从周期性

波动来看，吸纳周期与价格呈现明显的反向变化关系，这一结果与以往吸纳周期的相关研究均一致。

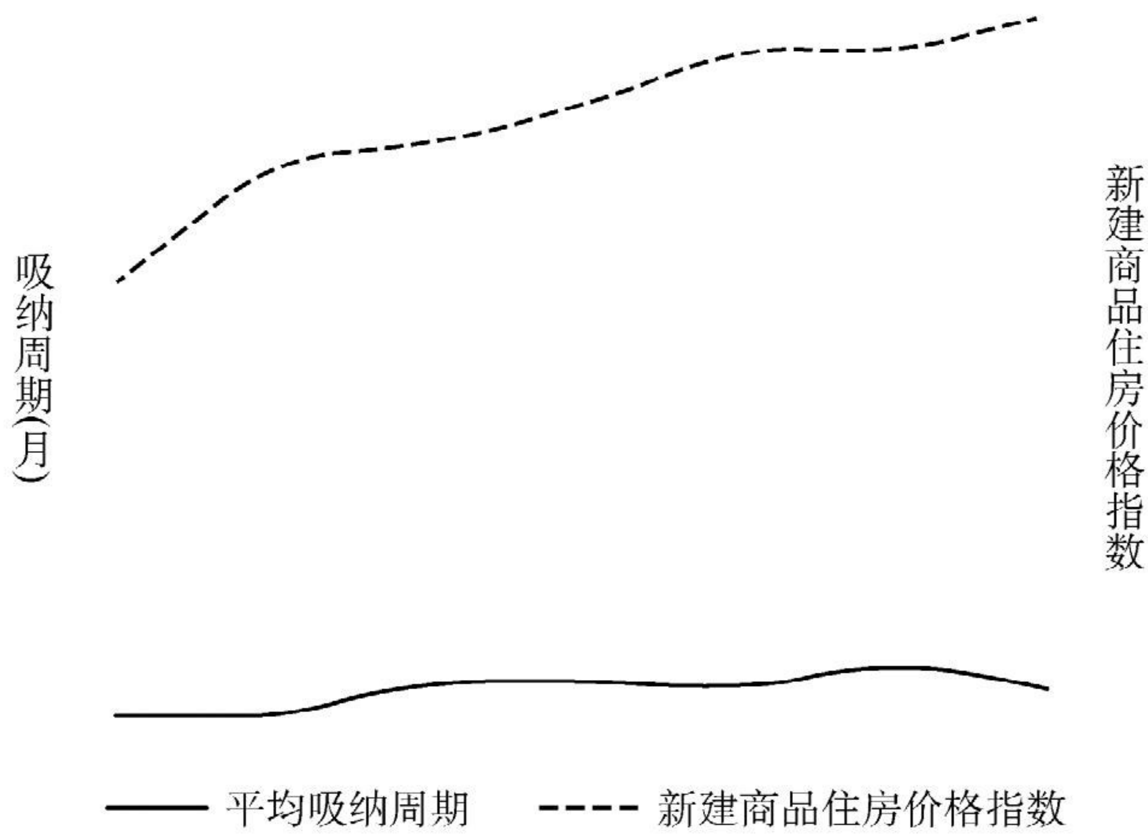


图3.2 所有城市平均吸纳周期和新建商品住房价格指数

图3.3展示了各线城市平均吸纳周期和新建商品住房价格指数的变化情况。可以发现，一线和二线城市的吸纳周期的变化特征没有明显区别，而三、四线城市的吸纳周期自2012年开始与一、二线城市出现明显分化。另一方面，二线城市的住房价格变化更接近三、四线城市，一线城市在2010年、2013年和2015年连续三次增幅都远高于其他各线城市，使得住房价格在一线城市和其他各线城市之间呈现明显分化。

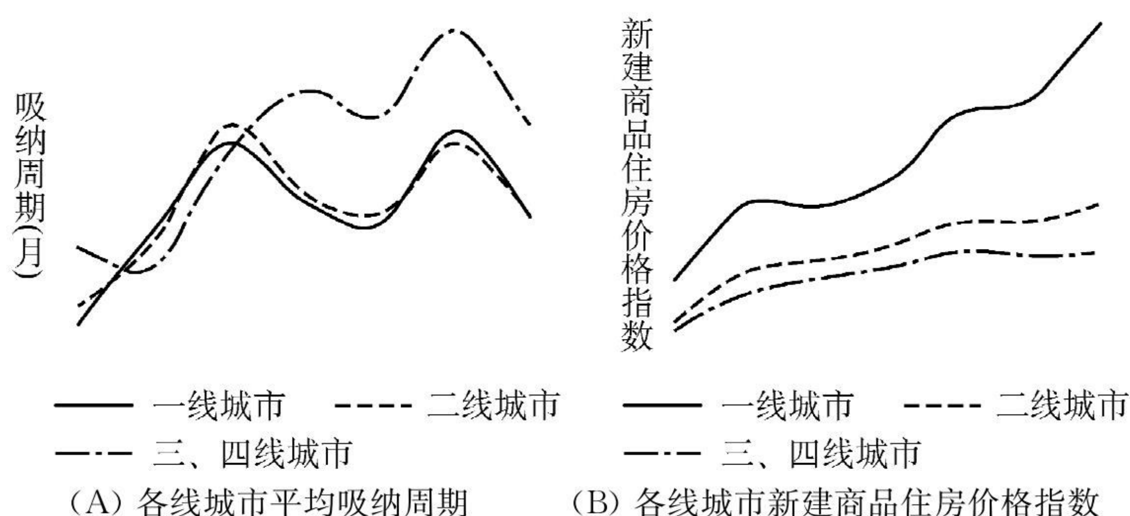


图3.3 各线城市平均吸纳周期和新建商品住房价格指数

不同城市住房市场面临的景况存在显著的差异，相应的政策目标也应当有所不同。整体上而言，一线城市吸纳周期短而住房价格高，住房政策的目标首先应当是控制价格；二线城市吸纳周期短而住房价格低，政策目标应当是维持当前状态；三、四线城市吸纳周期长而住房价格低，政策目标应当是去库存。如果简单使用全国统一的住房市场调控政策，必然无法照顾到各线城市住房市场的不同景况，导致顾此失彼。在2015年“去库存”政策的刺激下，各线城市住房吸纳周期整体上均大幅下降，对政策刺激的响应十分一致，但在价格变化上，一线城市的住房价格增速却远远高于其他各线城市。可以说，“去库存”政策的确实现了其政策目标，即降低了各线城市的住房库存量，但与此同时却大幅推高了一线城市的住房价格，与其本来所追求的政策目标相悖。

4. 商品住房吸纳周期的影响因素

不同城市的住房库存存在明显的分化现象，但仅仅根据城市等级将城市分组，并对各组城市住房吸纳周期加以分析还远不够完备，因

为同组城市内部不同城市之间住房市场也存在诸多差异。例如，三、四线城市的平均吸纳周期在2015年有明显的下降，表现与一、二线城市非常一致（图3.3A图），这就说明三、四线城市中至少有相当一部分库存量得到了有效的去化，可见仅按照城市等级研究不同城市的住房库存已经不再有效。为进一步探究城市商品住房吸纳周期的影响因素，本章结合第一节的讨论提出以下两条待检验假设。

假设一：城市周边大城市数量越多，吸纳周期越短。

假设二：城市人口增长率越高，吸纳周期越短。

本章基于2014年和2015年89个城市的数据建立回归模型检验以上假设。其中，以库存1和库存2的吸纳周期作为被解释变量；以前5年常住人口年均增长率表征人口增长率，以城市周围200千米范围内的一线和二线城市的数量表征城市周边大城市的数量，作为主要解释变量；以人均GDP和常住人口等基础人口经济变量以及城市等级作为控制变量。模型涉及的所有变量的描述性统计如表3.3所示。

表3.3 变量描述性统计

	样本量	均值	标准差
吸纳周期(月)	178	19.9	11.6
人均 GDP(元)	178	126 526	147 724
常住人口(万人)	178	251.8	257.9
第三产业占比(%)	178	48.3	11.6
人均可支配收入(元)	178	29 593	7 368
200 千米内一线城市数量	178	0.10	0.34
200 千米内二线城市数量	178	0.44	0.62
前 5 年常住人口年均增长率(%)	178	−1.18	8.55
二线城市(哑元变量)	178	0.28	0.45
三、四线城市(哑元变量)	178	0.68	0.47
2015 年(哑元变量)	178	0.50	0.50

表3.4展示了全样本回归的结果。模型（1）检验了吸纳周期在不同等级城市间的差异，结果显示三、四线城市的吸纳周期明显高于一、二线城市（15%显著性水平）。此外，2015年吸纳周期显著低于2014年，再次验证了2015年去库存政策在整体上的效果。模型（2）检验了周边大城市的数量对城市吸纳周期的影响，结果显示200千米内一线城市数量越多，吸纳周期越短，而二线城市的影响则不显著。这说明一线城市的确存在明显的人口外溢，增加了周边城市的住房需求，使得周边城市的住房库存明显降低；而对于二线城市，这一效果并不明显。模型（3）检验了人口增长率对城市吸纳周期的影响，结果显示人口增速越高，吸纳周期越短。这说明城市对人口的吸引力显著影响城市的住房需求，进而影响城市的住房库存水平。模型（4）对以上结果进行检验，结果稳健。

表3.4 全样本回归结果

	（1）	（2）	（3）	（4）
	吸纳周期			
ln(人均 GDP)	−0.121	0.096	−0.649	−0.450
	(−0.06)	(0.05)	(−0.30)	(−0.21)
ln(常住人口)	−0.172	−0.085	0.531	0.679
	(−0.12)	(−0.06)	(0.35)	(0.45)
第三产业占比	0.190	0.138	0.193	0.139
	(1.18)	(0.88)	(1.20)	(0.88)
ln(人均可支配收入)	3.751	7.288	5.771	9.603*
	(0.75)	(1.30)	(1.11)	(1.69)
200 千米内一线城市数量		−5.433***		−5.734***
		(−2.61)		(−2.78)
200 千米内二线城市数量		−1.277		−1.305
		(−0.73)		(−0.77)
前 5 年常住人口年均增长率			−0.284*	−0.307*
			(−1.73)	(−1.91)

	(1)	(2)	(3)	(4)
	吸纳周期			
二线城市	3.082	3.739	4.937	5.796
	(0.71)	(0.87)	(1.11)	(1.31)
三、四线城市	11.893	13.799*	14.343*	16.545**
	(1.58)	(1.80)	(1.90)	(2.16)
2015年	−5.949***	−6.283***	−6.928***	−7.356***
	(−3.14)	(−3.22)	(−3.73)	(−3.85)
样本量	178	178	178	178
AR^2	0.120	0.128	0.127	0.137

注：括号中为t统计量；*、 **、 ***分别代表在10%、5%和1%统计水平上显著。

为进一步探究2015年去库存政策对城市库存水平的影响，本章将样本按年度分为两个子样本分别进行回归分析（表3.5）。结果显示，周边大城市的数量对城市住房吸纳周期的影响在不同年度基本保持稳健，但人口增长率的影响却仅在2015年保持显著。这说明人口的增长虽然会造成相应的住房需求，但在2015年之前住房政策抑制了高人口吸引力城市中的住房需求；2015年住房政策放宽后，这部分住房需求得到了有效的释放。而对人口缺乏吸引力的城市而言，即使在住房政策放宽后，也没有相应的住房需求可以释放。

表3.5 子样本回归结果

	(1) 2014年	(2) 2015年
	吸纳周期	
ln(人均GDP)	2.507	−1.583
	(0.51)	(−0.75)
ln(常住人口)	−0.150	1.372
	(−0.06)	(0.87)

	(1) 2014年	(2) 2015年
	吸纳周期	
第三产业占比	0.279	0.026
	(0.92)	(0.20)
ln(人均可支配收入)	9.811	6.546
	(0.98)	(1.09)
200千米内一线城市数量	−5.991*	−5.298**
	(−1.77)	(−2.18)
200千米内二线城市数量	−1.395	−0.752
	(−0.48)	(−0.43)
前5年常住人口年均增长率	−0.353	−0.470***
	(−0.93)	(−2.80)
二线城市	7.321	5.639
	(0.92)	(1.38)
三、四线城市	20.435	13.827**
	(1.44)	(2.34)
样本量	89	89
AR^2	0.055	0.113

注：括号中为t统计量；*、 **、 ***分别代表在10%、5%和1%统计水平上显著。

5. 结论和建议

本章测算了72个城市不同层次的住房库存量，并讨论了住房库存在各线城市间的分布。在此基础上，计算各层次库存对应的吸纳周期，并研究了吸纳周期与房价的关系，以及吸纳周期的影响因素。研究发现，2015年去库存政策显著降低了城市住房库存整体水平；三、四线城市住房库存量明显高于一、二线城市；城市人口增长率越高，或城市周边大城市数量越多，城市住房库存水平越低。

住房市场库存的地区间不平衡为政策制定带来了巨大挑战，相关政策也在针对不同住房市场状况调整调控措施上进行了一定的尝试。例如2016年2月初，央行根据城市是否限购设置了不同的商业贷款最低首付比例，其中限购城市为30%，非限购城市为25%。这一规定的根据是，非限购城市相比限购城市整体上住房价格更低、去库存压力更大，相应的首付比例限制应当更为宽松。但是，这种程度的“因城施策”仍然较为粗糙，实际效果也并不理想。

本章给出了我国当前住房库存在城市间的分布情况及其影响因素，据此可以给出更为精细化的政策建议。对人口增速较高或者位于一线城市周边的城市，应当在去库存的同时警惕住房价格快速上涨的风险。而对于人口外流且较为孤立的三、四线城市，应当进一步放开住房信贷和财税政策，同时积极通过户籍制度改革吸引人口，并进行住房供给侧改革，提高供给质量的同时抑制供给数量。

附录：商品住房库存计算方法

本章中，库存1和库存2直接来自住建部发布的期末累计可售面积。库存3和库存4的计算中需要考虑剔除“不可销售面积”，但该数据缺乏城市层面的统计结果，因此本章约定所有商品房中不可销售面积占比为r。

库存3也可以理解为所有施工面积中扣除已经预售上市的面积，后者根据是否已经完成预售可进一步分为库存2和“已预售而尚未竣工的面积”，然后进一步剔除不可销售面积，即：

库存3=(施工面积−库存2−已预售而尚未竣工的面积)·(1−r)

“已预售而尚未竣工的面积”没有直接的存量数据，需要根据流量数据计算，具体可以通过累计预售销售面积并扣除“已预售的竣工

面积”计算。进一步，“已预售的竣工面积”可以通过竣工面积扣除“非销售竣工面积”和现售上市面积计算，即：

$$
\begin{aligned}
\text{已预售而尚未竣工的面积} &= \sum(\text{预售销售面积} - \text{已预售的竣工面积}) \\
&= \sum[\text{预售销售面积} - (\text{竣工面积} - \\
&\quad \text{非销售竣工面积} - \text{现售上市面积})] \\
&= \sum\{\text{预售销售面积} - [\text{竣工面积} \cdot \\
&\quad (1-r) - \text{现售上市面积}]\}
\end{aligned}
$$

其中，∑算符表示从最早可得数据累计流量得到存量。

库存4也没有直接的存量数据，可以通过累计出让土地的规划建筑面积与新开工面积之差计算，然后进一步剔除非销售部分面积，即

$$\text{库存4} = \sum(\text{出让土地的规划建筑面积} - \text{新开工面积}) \cdot (1-r)$$

汇总以上计算公式如表3.6所示。其中，上标为（1）的数据来自中指数据库，上标为（2）的数据来自住建部统计月报。根据国家统计局《房地产开发统计快报》提供的数据，全国商品房竣工面积中不可销售面积部分占比在2011~2015年间稳定在5.8%~6.7%范围内，因此本章在实际计算中取r为6%。

表3.6 商品住房库存计算方法

库存层次	计算方法
库存 1	期末累计可现售面积$^{(2)}$
库存 2	期末累计可预售面积$^{(2)}$
库存 3	[(施工面积$^{(1)}$ − 期末累计可预售面积$^{(2)}$ − $\sum$(预售销售面积$^{(2)}$ −(竣工面积$^{(1)}$ · $(1-r)$ − 现售上市面积))] · $(1-r)$
库存 4	$\sum$(出让土地的规划建筑面积$^{(1)}$ − 新开工面积$^{(1)}$) · $(1-r)$

参考文献■

［1］翟烜.房地产库存集中在三四线城市［Z/OL］.京华时报,2016［2016-03-16］，http：//epaper.jinghua.cn/html/2016-03/16/content_287136.htm.

［2］王雨馨.中国楼市冰火两重天一方限购一方清库存［Z/OL］.央广网财经,2016［2016-04-25］，http：//finance.cnr.cn/gundong/20160425/t20160425_521978766.shtml.

［3］杨绍功.去库存须调和“冰火两重天”［Z/OL］.新华网,2016［2016-04-27］，http：//news.xinhuanet.com/mrdx/2016-04/27/c_135315402.htm.

［4］刘琳.房地产市场区域分化继续加剧［J］.施工企业管理,2016(1)：31-32.

［5］沈孝强和吴次芳.中国商品住宅库存及其消化能力研究［J］.中国土地科学,2015,29(9)：73-80.

［6］亦吾.楼市去库存关键在三四线城市吸引力［Z/OL］.南方经济,2015［2015-11-24］，http：//economy.southcn.com/e/2015-11/24/content_137537461.htm.

［7］叶檀.深圳房地产尽享人口红利［Z/OL］.新华网,2015［2015-06-15］，http：//news.xinhuanet.com/local/2015-06/15/c_127914595.htm.

［8］计思敏.4月一线城市全部退出房价涨幅前十，周边房价集体爆发［Z/OL］.澎湃新闻,2016［2016-05-01］，http：//www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1463438.

［9］杨帆、刘洪玉和吴璟.新建商品住房吸纳周期在住房市场监测中的应用研究［J］.中国软科学,2014(1)：68-77.

［10］杨振鹏和刘洪玉.新建住房吸纳周期：一个领先的预警指标［J］.中国房地产：学术版,2011(1)：3-13.

第4章
房地产的“限”与“购”：对二手房市场的分析

程沄

二手房价格的波动、二手房的可流通性，是判断房产市场健康状况的指标。

房地产市场的调节，一方面需要调整土地供应（涉及城市规划、城市发展平衡）；另一方面应该盘活二手房市场，使之真正流通起来，才可以对整体市场供需产生有效补充。

我们知道中国的房产市场与中国宏观经济发展同步，长期趋势是往上的，但是这过程当中会有波动，有国际、国内、经济、社会等不同原因，还有一个重要的原因，就是政策的原因。影响中国的房产市场波动非常重要的原因就是政策原因，政策是行政干预的手段，它实际上对短期或者在一定时期内不能解决的供求矛盾进行直接的干预，就形成了我们目前所看到的几轮调控政策。

本章所处理的主题是“限”与“购”。2011年以后，整个房地产市场经历了2008年的低谷以后又开始往上复苏，在复苏的过程当中各个地方都呈现出不同的现象，城市与城市之间由于社会经济发展的程度不一，各个方面的环境条件不一，形成了不同的供求关系。往往限得最厉害的地方就是供求矛盾最严峻的地方。

本章主要从三个方面进行讨论。一是2016年3月25日一线城市限购开始升级，前后的市场比较；二是限购政策升级以后对上海楼市产生什么样的影响；三是从前景上去预测、判断一下未来一线城市整体房地产市场，决定它发展的因素是什么。

1. 一线城市限购升级前后的市场比较

图4.1反映了从2015年1月份到现在，一线城市新建住宅市场成交变化情况。我们可以看到整个2015年从春节以后，无论从全国范围来看还是从各级城市来看，特别从一线城市来看，都已经平稳地复苏。但是复苏的状态在2016年春节以后又出现了调整。

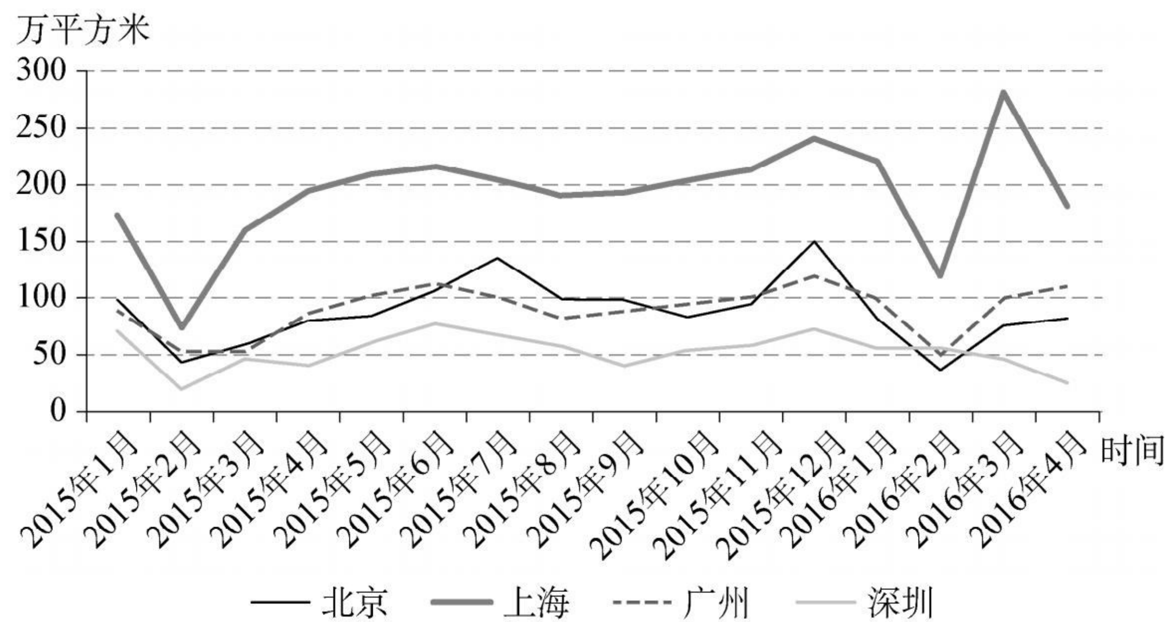


图4.1 一线城市新建商品住宅成交面积

资料来源：中原集团研究中心

可以看到2016年一季度，四大一线城市新建住宅成交面积高于2015年同期，其中上海3月份新建住宅成交面积达到历史新高，应该说是最高。这里面既有市场本身存在的供求关系原因，同时也有2016年3

月25日上海限购政策前期，市场闻风而动集中网签的因素，即末班车的效应。

在政策收紧之后，市场变化也的确立竿见影。整个2016年4月份新建住宅市场成交面积上海环比下降三成，深圳环比下降45%，北京、广州未有进一步政策，仍上涨10%。为什么上海和深圳变化这么大，而且深圳下跌的势头高于上海？这个问题后面会向大家解释。

一线城市房地产市场从2008年以后就进入新房市场萎缩阶段，由于新增土地供应限制，所以新房市场从整体来说，一线城市，特别像上海这样的大城市出现了土地供应不足问题，这导致新房供应持续下滑。

1999年，是上海上一轮的最低谷，之后整个上海房地产市场从1999年低谷逐渐成长起来，第一高峰是2005年的3月份，第二个高峰是2009年，现在是第三个高峰。在这过程当中，每年上海新建住房成交面积平均是1500万~2000万平方米。上海市场随着新增土地缩减，新房市场也缩减，但整个房地产市场的供应不仅仅有新房市场供应，也有二手房市场供应，两者加起来每年市场交易量高峰达到4500万平方米，平均在3500万平方米左右。其中，二手房成交占比达到60%以上，中心城区二手房比重超过了90%。在上海是这样的情况；而深圳人口规模和土地用地规模都比上海小，大概是上海的一半，二手房占比份额增加得更加明显；北京也同样，二手房占比在55%~60%；广州市场相对来说供应比较充足，本地需求增长也比较稳定，广州二手房比重也已经到了半壁江山的程度。这是二手房的情况。

新房市场成交受到影响有一个很大的因素，就是新房市场供应是机构提供，即房地产企业提供的，提供给个人，而二手房市场是个人对个人的交易。所以从企业对个人新房市场供应来看，它的定价更多是由企业来定价，当然可能会反映到一定市场供求关系，但是真正可以反映市场成交价格敏感的是来自于一对一的交易完成，就是二手房

市场。二手房市场价量变化情况与新房市场趋势基本同步，而且变化敏感程度比新房市场更加明显。

限购政策在短期内对整个房价过快上涨起到抑制作用，我们不能不说从目前来看，所有出台的对于房地产市场的宏观调控政策，其实最重要考量的指标是房价，即怎样能够把房价控制住，并不是要房价下降。控制房价稳步增长是限购的目标，所以每一次政策的出台都是为了完成阶段性的目标，而且也有阶段性的作用。那么，阶段性针对房价目标，实际上真正的市场房价走势是不是能够控制住？是不是能控制往下？是不是能达到宏观目标预期呢？

我们知道价格只是供求关系的一种表达，图4.2是我们对中国一线城市，北上广深四座城市做的中原指数，是特别针对二手房的交易价格指数。中原二手房价格指数是在香港第一个做成指数的，已经运作了20年，是以1997年香港金融风暴作为基期来设定的。对内地，我们将2005年3月份上海的高峰时段设定为基期，目前北京、广州、深圳、上海这四座城市还有另外两座城市，就是天津和成都，这些城市相对来说是二手房市场发展比较好的，也是整个市场发展相对比较成熟的城市，已经建立了中原指数。

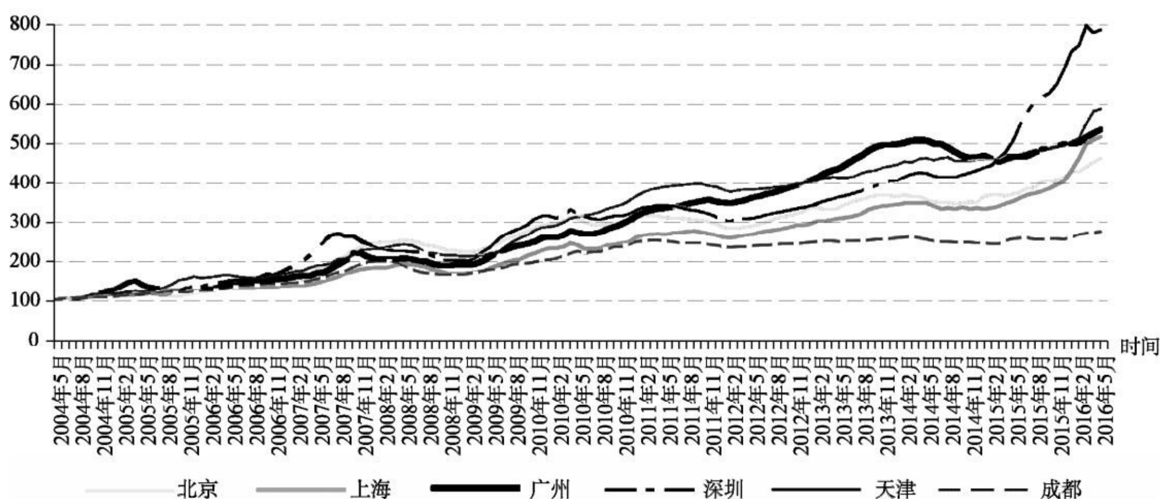


图4.2 中原二手住宅价格指数

资料来源：中原集团研究中心

如果大家有兴趣可以关注一下中原集团研究中心的微信公众号或者是网站（http：//ccpr.centaline.com.cn），其中有过往十年整个二手房的交易价格走势。大家可以看到刚才说的三个峰值，2005年3月份、2009年、2015年年底。由于阶段性调控，的确在这三个高峰后出现了一些波动，但是对于四座城市价格走势没有起到抑制作用，总体价格还是往上的。

限购以后市场整体情绪是趋于冷静的。刚才大家也提到了一个问题，房价是不是可以预测？有的研究者也提出“预测房价像预测地震一样难”，本章给大家提供一个参考。房价的预测比地震还是容易一些，因为参考的因素是有限的。

这个参考就是中原报价指数，中原报价指数基于二手房的新增房源报价的波动情况，可以通过它去预测未来的价格走势。报价指数的原理是：小业主希望买卖成交的价格，即预期的价格，会根据他的心态、他对市场的了解而对报价进行调整，波动的情况就直接反映了业主对市场价格的未来预期。单个业主不能反映整体市场情况，但是所有个别的小业主的集成，这是随机的集成，这个集成的预期价格走势就能反映出未来价格的趋势。实际上从中原报价指数来看，的确对中原二手房的交易价格指数有非常明显的领先性、预测性。

中原报价指数每周公布一次，中原报价指数对中原房价指数的预测性大概是提前三到四周，三周或四周之前出现了价格的调整，那么这个调整的结果必然会在未来的三周和四周以后，在成交价格指数上面得到反映。如果说大家关心价格，不妨可以拿这个作为参考。

从图4.3可以看到，在“325”政策公布了以后，上海的报价指数是节节降低的，北京和广州的报价指数在新政前后并没有出现太大差异。北京和广州在2016年3月末整体市场限购政策执行后没有出现明显的缩紧，因为一线城市里北京已经最早执行对外地人严格限购。上海和深圳明显受到政策的影响，所以报价指数显示出波动下行。

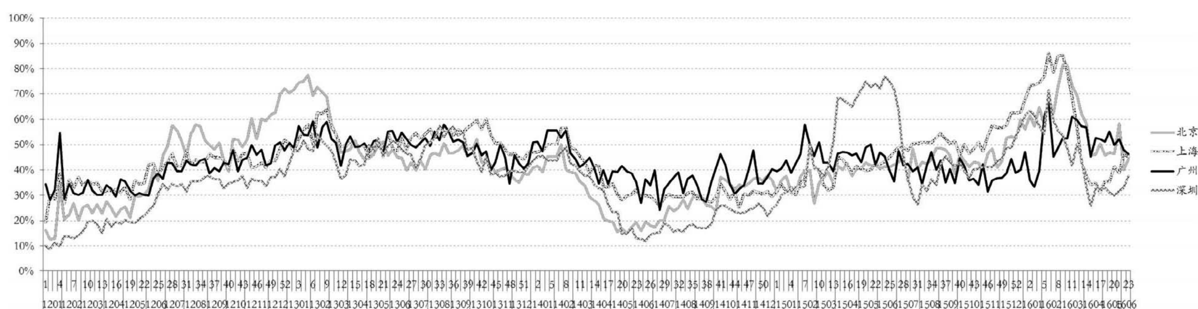


图4.3 中原报价指数

资料来源：中原集团研究中心

反观图4.2可以看到，2016年5月份公布的二手房成交的价格指数已经反映出总体价格指数环比增幅放缓，结束了像深圳连续18个月、上海连续一年增幅往上的趋势，整体价格出现了一些调整。但是这个调整是不是拐点？是不是上海房价就会往下了呢？

2. 上海楼市的成交结构发生变化

在限购政策升级以后，本次限购政策很明显是针对外来人口。城市经济学里面很重要的一点，就是房价门槛可以反映城市的吸引力。像上海这样的城市如果不设门槛，人口将不断地涌入，事实上上海市改革开放之前就是全中国户籍人口限制最严格的城市，到今天仍然是很严格。虽然已经开始实行居住证的政策，但是近年由于外来人口持续上涨造成了各种各样的社会资源分配不均匀所带来的问题，所以又开始逐渐收紧人口政策。近期除了出台新的限购政策，即针对外来人口执行非常严厉的五年交税政策之外，同时也出台新的人口政策，就是针对高端人才引进的一系列优惠政策。这是双方面的，一方面希望维持这样的城市活力，同时希望有能力在这样的城市生存的人交税。

很明显在限购政策升级之后，我们从上海中原的成交结构上可以看到，本地户籍购房比例显著上升，上海籍（身份证号码）客户的成

交比例从50%左右激增至近60%，达到2015年以来的最高水平。非沪籍购房客户整体占比下降，这也反映出非沪籍购买者群体受到了非常明显的限制。在成交结构里面，以套均面积和套均总价分析，非沪籍客户套均面积在下滑，其中两房和三房占比下降最为明显。反映的问题就是外来的购房者很多是首次置业，因为他的支付能力有限所以成交的面积也较小(图4.4)。

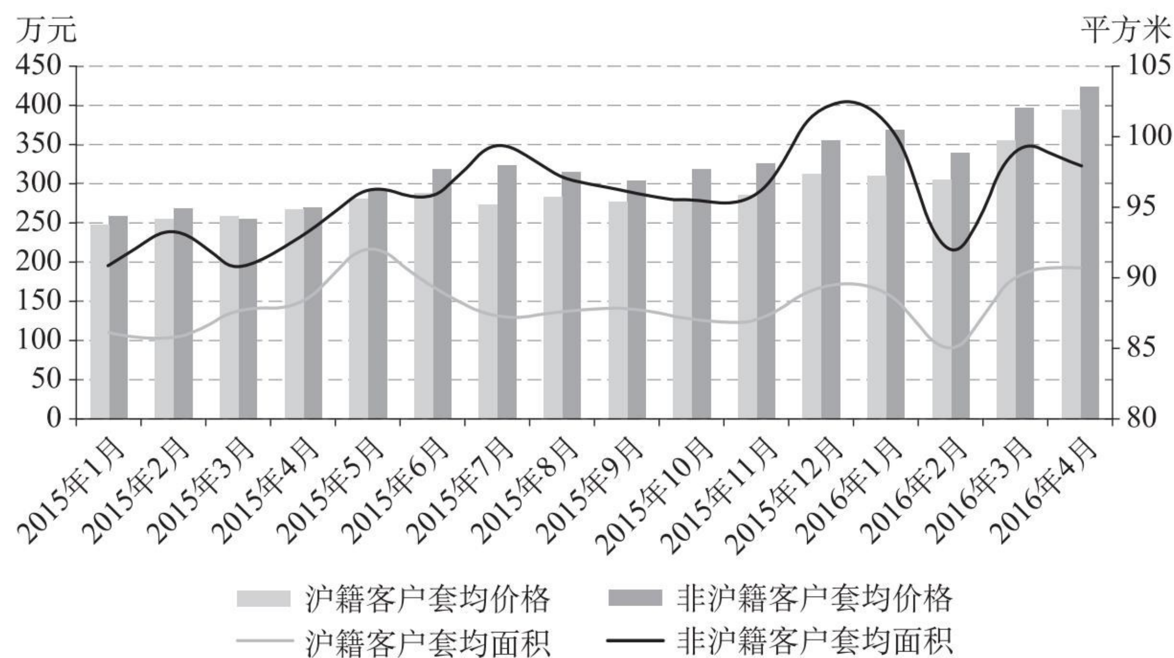


图4.4 上海中原二手住宅成交的套均面积与套均总价情况

资料来源：中原集团研究中心

我们对客户组成年龄也进行了分析，无论什么籍贯，限购以后25~34岁客户的交易占比都显著增加（超过10%）。可以看到这类是刚性购房需求，就是必须购房者。而对非沪籍人士而言，现在必须以家庭为单位购房，外地单身是没有办法购房的。家庭为单位的这种必须购房是非常迫切的刚性需求，升级的限购政策对这一类刚需年龄段群体的影响反而是最小的。

3. 房地产市场前景的影响因素

刚才也说到了上海政策非常严厉，上海对外地人的控制直接从成交结构上面得到很明显的反映。那么，上海的房价未来会怎样？

房价表现就是刚才反复强调的反映了供求关系的平衡。对于供求关系来说，短期我们可以看市场的库存消化周期，这是非常重要的指标。当市场的库存消化非常快，而且库存周期相对比较小的时候，这说明这个市场的需求是非常旺盛的。购买需求是非常旺盛的，这是短期的指标。当然，如果说这个需求是旺盛的，同样反映在价格当中，如果没有更多的有效供应那么价格必然是无法控制的，这是市场规律所决定的。但是房地产开发不是说今天买一件商品，一个月以后就能生产出来。它有一个开发周期，一个房地产项目开发周期是一年半到两年，所以我们怎样看房产未来走势，从中期来看，土地供求关系是非常重要的因素。

大家已经关注到了2016年5月在上海松江和青浦开拍了四块地，其中除了青浦商业用地不到5%的溢价率之外，其他三块住宅用地尽管很偏远，但是溢价率都超过100%。上海土地供应从目前来看，现有城市规划暂时在中期内还无法解决土地供应的短缺问题，所以土地市场的溢价率高涨也反映出这个市场的土地供求关系。

土地的地价那么高，是因为地价高带动了房价吗？大家一直在争论面包贵还是面粉贵的问题，其实只有未来很多人需要面包才会去买更多的面粉。今天的地价有这么高的溢价率，是预期两到三年这个房价仍然有升值空间，就是因为对房价上涨预期的存在，才决定了今天土地市场还能够有这样的上升趋势。

同样，我们还有一个重要的指标，刚才说一线城市已经进入了二手房存量房时代，其实二手房价格的波动，以及二手房的可流通性都是判断这个市场的健康指标。现在一线城市包括上海很多的当地居民，其实都可能有两套以上的房子，如果这两套房真正可以盘活、利用，可以再卖或者再租出去的话，市场的供应还是非常高的。我们参

照亚洲地区相对比较发达的中国香港。香港地区二手房市场流通率是10%，就是说在这个市场上，100套房子里面有10套房子可以不断地交易。在上海的比例是多少？大概100套里面只有3套左右，甚至不到3套，这个流通率非常低。所以就整个上海市场而言，其实一方面看到因为土地供应稀缺造成新建的住房建设是短缺的，但是同时在二手房市场有大量空置没有释放出来。所以，我认为一方面是需要通过土地的供应，这可能需要调整一些城市规划和城市发展去平衡这个问题；另一方面，应该让这个市场真正可以流通起来，二手房市场盘活、流通才可以对整体市场供应和需求产生有效的补充。

长期来看，决定整个市场供求关系的是人口因素。为什么这座城市有这么多人口蜂拥而入？是因为这座城市有吸引力，有经济活力。经济活力决定了这座城市能够对人口带来吸引力，所以人口增速和人口结构又影响到这座城市的长期供求关系。

让我们综合来看一下短期、中期、长期房地产市场四个重要指标之间的关系，即库存消化周期、累积购地销售比、二手房成交占比和人口增速(见表4.1)。

城市	库存消化周期（月）	累积购地销售比	二手房成交占比（二手/新房）	人口增速
合肥	3	118%	0%	0.7%
东莞	5	67%	45%	-0.4%
苏州	5	70%	59%	0.2%
珠海	5		63%	0.0%
南京	5	99%	70%	0.4%
深圳	7	29%	161%	29.9%
南昌	7	143%	37%	1.4%
济南	7	213%	50%	1.0%
郑州	8		51%	1.3%
佛山	8	103%	39%	0.8%
中山	9	32%	27%	0.6%
武汉	9	202%	20%	1.2%
上海	9	75%	210%	1.1%
南宁	9	118%	22%	1.0%
厦门	9	94%	103%	1.8%
长春	10	147%	49%	0.3%
长沙	10	86%	21%	1.2%
广州	10	89%	77%	1.4%
北京	10	97%	154%	2.3%
成都	11	87%	71%	0.8%
杭州	11	99%	43%	0.7%
宁波	11	180%	73%	-0.3%
福州	12	116%	88%	1.2%
重庆	14	135%	23%	0.6%
无锡	15	96%	27%	1.0%
惠州	16	90%	11%	0.6%
西安	17	135%	17%	0.5%
沈阳	19		45%	0.4%
昆明	21	174%	33%	0.5%
天津	21	202%	77%	3.5%
常州	22	145%	0%	0.2%
海口	29	85%	0%	0.3%
大连	31	174%	72%	0.3%

表4.1 影响城市房地产市场的主要因素分析

资料来源：中原集团研究中心

首先是库存消化周期。我们所定义的库存消化周期是当期累积可销售面积除以过往平均6个月的销售面积，就是用从今天开始往前推6个月的平均月度销售情况，来测算库存消化周期。从目前来看，上海在这四个一线城市里面，库存消化周期是最短的。图4.5供大家作参考，这是18个重要城市新建商品住宅库存周期消化情况，可以看到上海库存周期是比较低的水平。库存相对来说比较低的还有其他3个城市，南京、苏州、合肥，这3个城市也在长三角区域内，这三座城市从2015年下半年到2016年5月，从全国来说是非常活跃的城市，无论从价格还是从量来说，价格的上涨非常的迅速，库存非常低，所以供求关系是供不应求，非常明显。

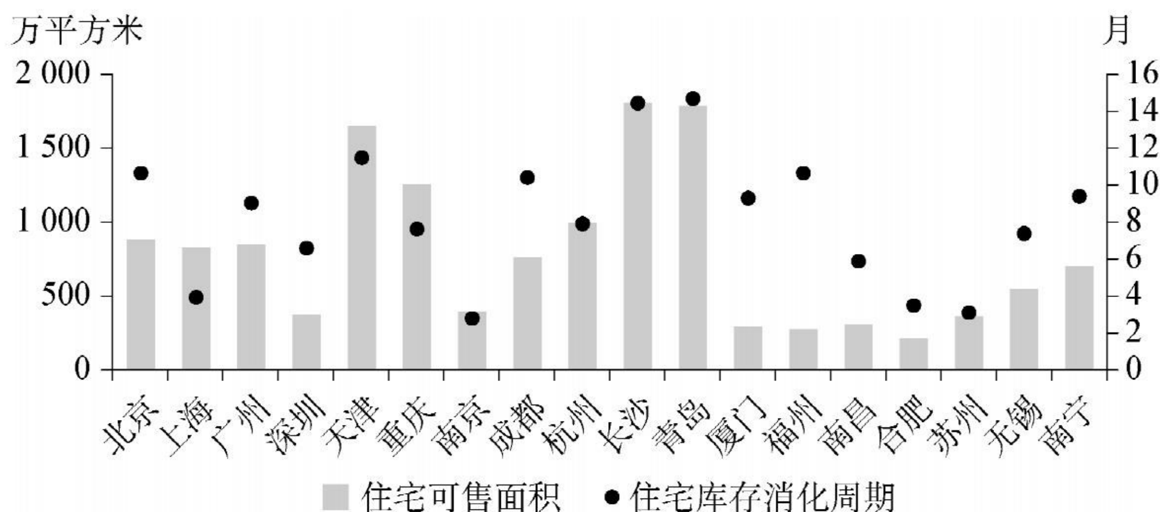


图4.5 重点城市商品住宅可售面积（截至2016年3月）
资料来源：各城市交易中心；中原集团研究中心

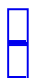
其次是累积购地销售比。这个解释比较复杂，其实就是当期全部购地面积和当期销售面积之间的关系比重。如果超过100的话，说明购地超过现在当期销售情况，未来会有更多富裕的土地供应。目前来说，这几座城市中上海和深圳稀缺情况很明显反映出来，当期购地面积不足于当期销售面积。

通过以上数据比较，我们对一线城市前景仍然是看好的，看好的原因也跟大家说了，这是毋庸置疑的。但是看好和房价上升这两个是不矛盾的，当一座城市大家都看好的话，经济活力和人都要往那里涌，当然很多的资源价格都会上涨，这是很明显的，这是经济学的原理。所以我们可以看到，从土地供求关系来看，一线城市的价格上涨趋势是暂时无法扭转的。

再次是二手房成交占比。这一指标反映了市场发展的成熟程度。一线城市中，二手房成交已经占据相当大的比重，且未来二手房成交占比有上升趋势。二手房市场活跃，房屋资源得以有效流动，市场配置效率更高。不论自用还是投资，未来变现都容易。

最后是人口增速。人口增速也是很重要的指标。我们看一下四大一线城市的人口结构，都符合金字塔人口模型。金字塔型的重要特征就是25~45岁人口段的比重相对比较高，而这一人口段往往是支撑整个城市住房购买需求的最重要力量。在这类城市中，常住人口增速是可观的，我们讲的常住人口不是户籍人口，在本市居住一年以上的流动性人口都称为常住人口。

综上，我们可以看到，无论从近期库存情况、土地的供应情况、二手房流通的关系还是未来人口增速和年龄结构，都可以看到一线城市，特别是像上海这样的城市，总体来说在我们可预见的未来，至少三到五年内还是处于向上的趋势。尽管有时候会波动，但是这个波动更多是来自行政干预政策的影响。



第二篇
房地产市场发展的国际经验

第5章
城市群与房地产市场发展规律初探

周江

城市群发展与房地产市场发展紧密相关，可概括为六大规律：

1. 越靠近核心地区，房价和地价越高；
2. 都市圈建筑密度和容积率内高外低；
3. 核心城市住宅分布呈现郊区化和远距离化；
4. 房屋空置周期与城市群中心距离呈正相关；
5. 商业地产在城市群内分级布局；
6. 轨道交通的高效高速运行是拓展住宅空间的基础。

城市群发展与房地产市场发展紧密相关。本章以美国纽约、英国伦敦和日本东京等为例，归纳分析国外城市群（城市圈）与房地产市场发展相关情况，初步总结出如下六个规律，以供探讨。

1. 越靠近核心地区房价和地价越高

城市群的核心城市房价高于全国平均水平

纽约市住房价格水平相对于当地居民的收入水平偏高。根据美国普查局的统计显示，纽约大都市区的存量单户住宅的销售价格中位数为40万美元左右。2004年纽约市居民平均家庭收入为40000美元，则房价收入比在10倍左右。2004年纽约市所有住房所有者家庭年收入为65000美元，则房价收入比在6倍左右。如按美国平均房价收入比3~6倍的范围，纽约的房价相对于居民的收入偏高，因此形成了纽约市存量住房中租赁和购买的结构比例关系，即60%以上的居民通过租赁，而不是购买来解决居住问题。

表5.1 纽约存量单户住宅(One-Family Homes)销售价格中位数（单位：万美元）

大都市地区	2002 年	2003 年	2004 年
纽约长岛（New York-North NJ-Long Island，NY）	30.98	35.30	39.58
纽约那苏—苏富克（Nassau-Suffolk，NY）	31.29	36.45	41.35
新泽西纽瓦克（Newark，NJ）	30.05	33.12	37.05

资料来源：U.S. Bureau of the Census, Statistical Abstract of the United Stated: 2006, Table 941

纽约房屋套价远超全美平均水平。美国房产中介公司Zillow指数表明，2013年3月，纽约房屋套价为45.94万美元，远超过全美的平均水平（15.76万美元），同比连续第15个月增长，涨幅为4.6%，环比微降0.4%。整体来看，近年纽约房屋套价均在41万美元以上，环比变化幅度较小，在-1.5%~3%之间；受2008年金融危机影响，2009年同比大幅下降，最大降幅达到9.4%；近两年房屋套价企稳回升。

伦敦市的平均房价在英国最高。伦敦市的平均房屋价格在英国各地区中最高，远高于英国的平均房价，2001年伦敦市的房屋价格为182534英镑/套，而英国的平均房价为112867英镑/套(图5.1)。

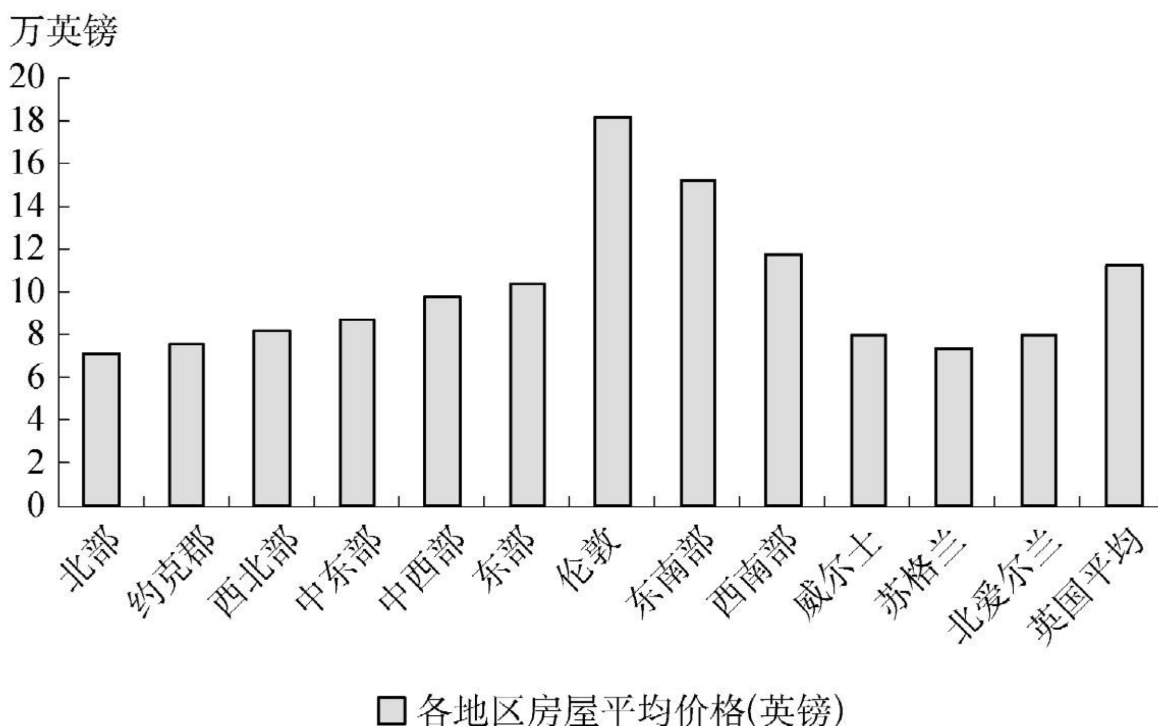


图5.1 2001年英国各地区房屋平均价格

资料来源：住房和城乡建设部政策研究中心根据英国统计数据整理

1997~2001年，伦敦市的房屋价格和房价指数增长幅度都大于英国的房屋价格和房价指数增长幅度。伦敦市的房屋价格在1989年高涨后，20世纪90年代初开始短暂回落，从1991年的85742英镑/套下降到1992年的78254英镑/套。但自1992年以来，伦敦市的平均房屋价格逐年增加，从1992年的78254英镑/套增加到2001年的182534英镑/套，年均增长率为9.87%。1997年后，增长速度加快，1999年、2000年和2001年的同比增长率分别高达23.9%、14.4%和11.8%，高于同期英国的房屋价格增长率（1999年、2000年和2001年的英国房屋价格的同比增长率分别为13.08%、9.44%和11.2%）。1997年以来，伦敦的房屋价格指数也大幅增长（以1993年的房价指数为100点计算），2001年伦敦的房价指数达到231.8点，与1997年相比增加了106.3点（2001年英国的房价指数为179.2点，与1997年相比增加了62.3点），见图5.2。

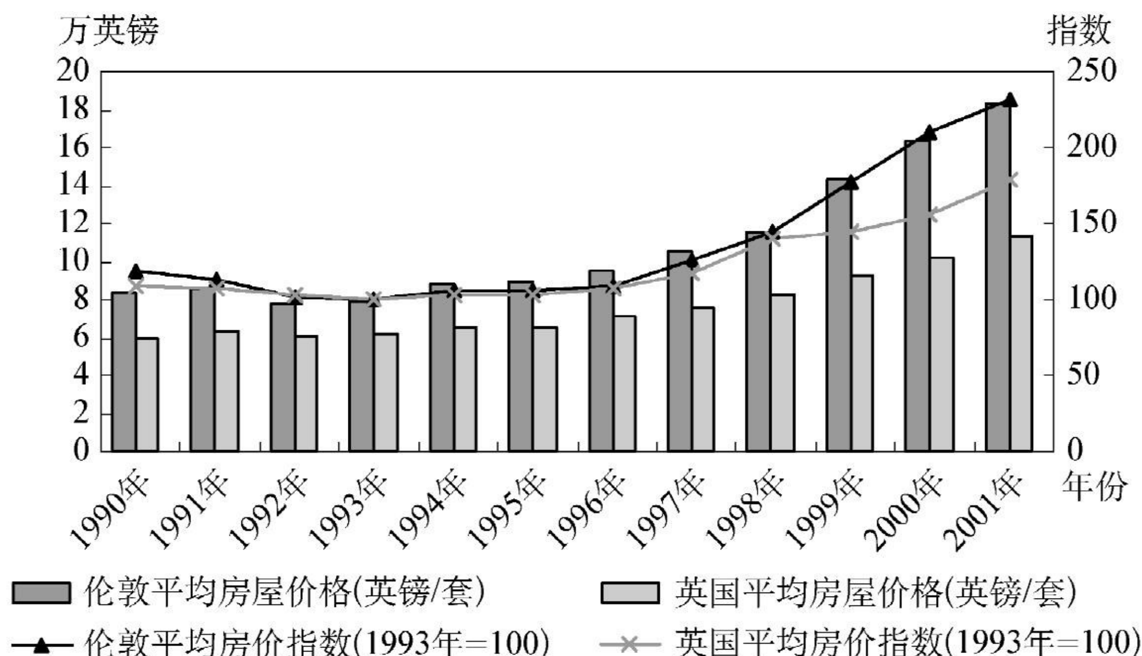


图5.2 1990~2001年伦敦及英国平均房价、平均房价指数变化趋势图
资料来源：住房和城乡建设部政策研究中心根据英国统计数据整理

城市群周边的城市房价随与中心城区距离的加大而递减

以英国伦敦为例。在2005年大伦敦各区平均房屋售价对比中，房价最高的肯辛顿和切尔西地区与房价最低的达格纳姆地区相差将近5倍。核心区有限的城市空间是其房价居高不下的主要原因。

又如东京都市圈，地价也呈现从核心城市向边缘城市明显下降的趋势(表5.2)。

表5.2 2008年和2009年东京都区域地价

城市	住宅用地		商业用地	
	2008 年	2009 年	2008 年	2009 年
东京	36.05	32.33	178.5	155.14
神奈川	19.61	18.46	45.75	42.02
埼玉	12.25	11.52	27.97	25.55
千叶	8.35	7.88	23.14	21.42

资料来源：日本国土交通省

美国纽约市各区域中曼哈顿价格最高。根据纽约市政厅公布数据，2013年四季度，曼哈顿住宅成交套价中位数为87.5万美元，仍居各区域中首位，而其北侧的布朗克斯区最低，仅为31.8万美元，约为曼哈顿的1/3(见图5.3)。整体来看，曼哈顿的超高房价使得部分投资者将投资目光转向其他地区，特别是布鲁克林，促使布鲁克林的房价在2013年上涨。

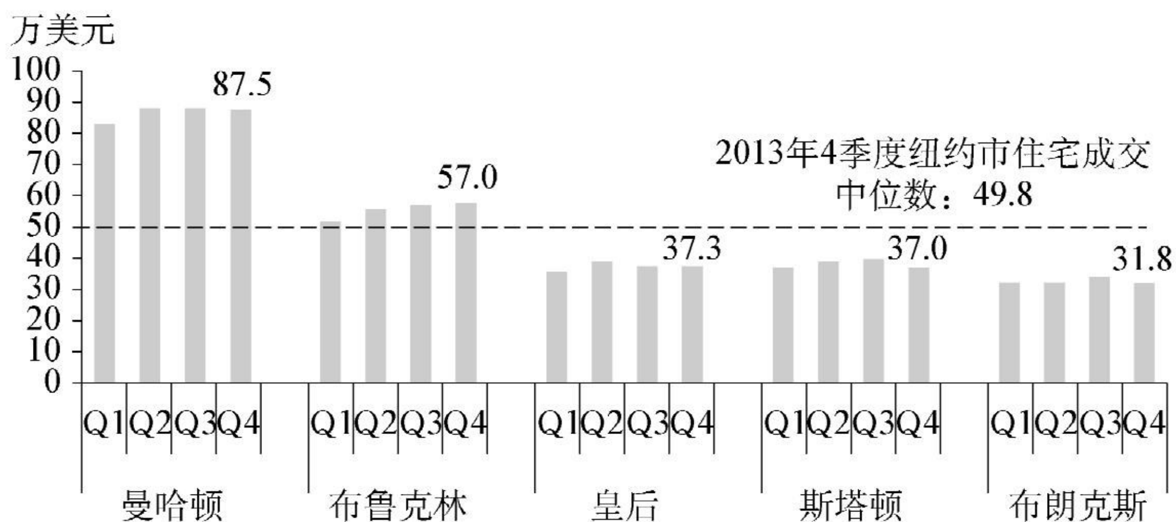


图5.3 美国纽约各区域2013年住宅成交价格比较

资料来源：搜房网

城市群中各城市房地产价格的变动有关联性

以日本地价上涨过程为例，可从用途和地域两个角度来进行分析：从用途的角度来看，地价的上涨过程是从商业用地开始，然后波

及住宅地；从地域的角度来看，地价的上涨过程是大都市圈开始，然后波及地方圈，即东京都中心→东京圈→大都市圈子（例如大阪、名古屋等）→地方圈。在波及过程中，伴随着时间滞后，达到地价高涨高峰用了很长时间。在地价下跌过程中，无论从用途上看，还是地域上看，几乎都是同步的。

2. 都市圈建筑密度和容积率呈现内高外低特点

除文物和建筑风貌保护等规划制约外，一般来说，都市圈建筑密度和容积率与距中心距离有关，呈现内高外低特点。

建筑密度和容积率呈现内高外低特点

从规划许可看，核心区允许的容积率大大高于外围地区。以纽约市为例，根据分区规划制度，纽约市被分为三类区域：住宅区(residential，简称R)，商业区(commercial,简称C)和工业区（manufacturing，简称M)。纽约规定建在某一特定地块上的建筑物大小的上限是由所谓“floor area ratio”(FAR)决定的，定义为房屋建筑面积与用地面积之比，即容积率。根据纽约市的分区规划方案，在上述三大类区域内，最低的FAR为0.5；而在密度最高的办公区，基本FAR可高达15；在某些特定区域，如果有必要，在基本FAR基础上仍可适当增加。

从实际现状看，核心区的建筑密度和容积率也高于外围。以伦敦为例。2001年伦敦人口717万，城市人口密度为4454人/平方千米，远高于每平方千米244人的英国人口密度。其中内城区人口密度高达9058人/平方千米，约为外伦敦市镇人口密度的2倍。在内伦敦的14个市镇中，人口密度超过10000人/平方千米的市镇有4个。20世纪90年代以来，伦敦的城市人口密度呈增长趋势，与1991年相比，2001年伦敦市

每平方千米的城市人口增加了306人，其中内城区每平方米城市人口增加了856人。与此相应，伦敦内城区的住宅建筑密度远远高于外城区的住宅建筑密度（分别为每万平方米91套和每万平方米45套）；目前在伦敦核心商业区300万平方米的土地上，建筑物的总面积超过1500万平方米，建筑容积率高达5.0。

中心区建筑呈现立体化发展格局

一是注重地下空间的开发。地下空间的开发利用是地价高涨、商业空间供给不足的产物。日本东京地下空间的开发利用可分为两类：一类是高层建筑地下部分的利用，除机房和仓库以外，很多都是作为商业之用，如酒吧、冷热饮店、餐馆、零售商店等；另一类是地下商业街的开发，主要是在四通八达的地铁系统的站前地区进行，与地铁站和商业区大型商业设施直接相连，街道宽6~12米不等，两侧设置有各类零售商店和餐饮设施。东京较大规模的地下商业街开发多集中在20世纪50~70年代，如建于1957年的池袋东口地下街、建于1964年的新宿东口地下街以及建于1973年的新宿歌舞伎町地下街等。到1999年为止，东京都内较大规模的地下商业街开发建设已有19处，总建筑面积近30万平方米。

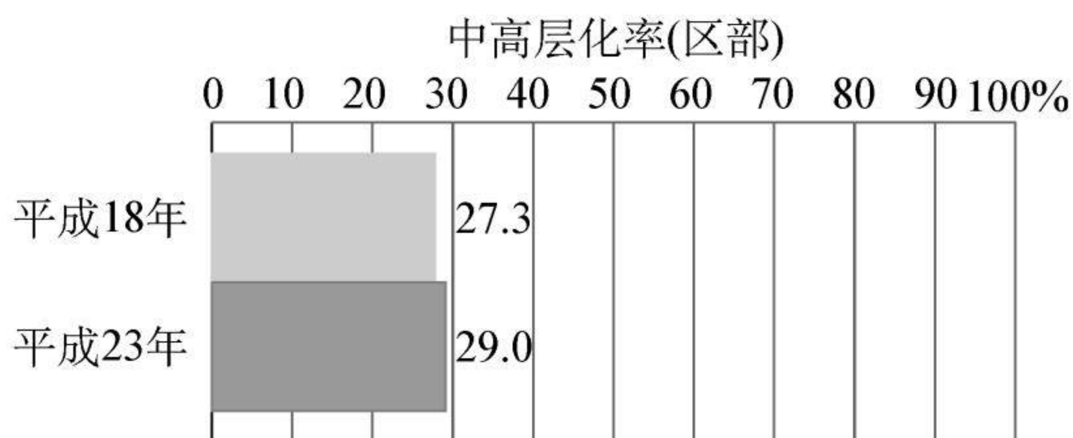
二是高层化。以日本东京为例，第一个高层商业建筑是位于浅草的凌云阁，虽然在1890年就已经建成，但在1923年的关东大地震中倒塌。日本的建筑法律在地震之后严格规定建筑限高31米。高层或超高层商业建筑的再次出现始于20世纪60年代中期。1963年，《日本建筑基准法》废止了商业建筑物限高的条款，此后，各商业区高层、超高层商业建筑的再开发不断增加，再开发比较集中的商业区有新宿、池袋、涩谷、银座、日本桥、有乐町、新桥、六本木等。东京第一个超高层商业建筑是于1978年建成的池袋阳光城—商业综合体大厦，高248米，共60层。又如美国纽约曼哈顿，部分建筑从地面开始的几层架空，用来行车，道路的上面的空间则被建筑所利用。这种立体化的规

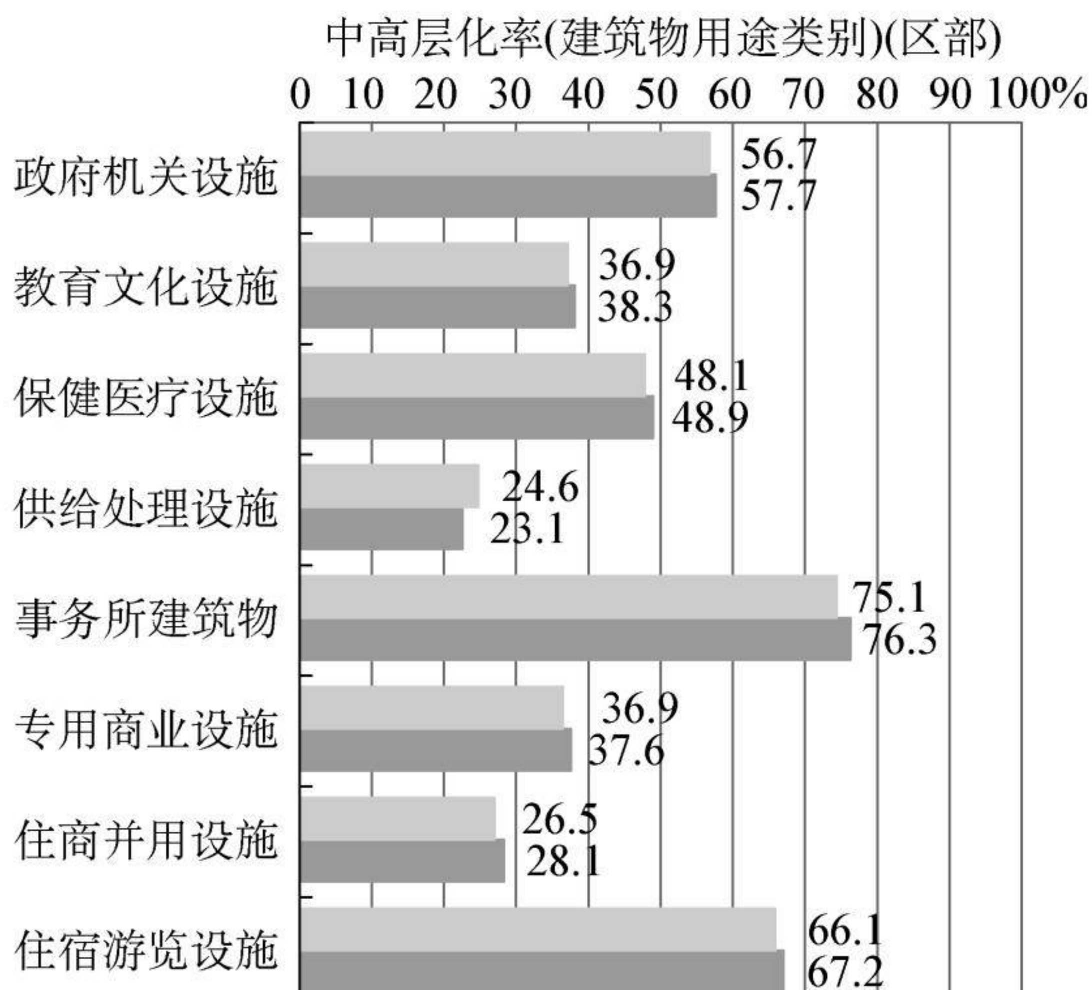
划充分利用了土地，也给曼哈顿省出了更多的面积用于绿化。曼哈顿中央公园面积有240万平方米，里面保留了原始的地貌和植物。由于有良好的环境，围绕中央公园的公寓便成为纽约最贵的住宅。又如拥有最贵商铺和最高档物业的公园大道（Park Ave），后者在100多年前曾经是一个火车车辆停放站，不仅破旧，而且噪声、废气污染也很严重。纽约城市发展的需要迫使土地所有者和政府要解决这个问题。他们并不是把火车站搬走，而是在火车车辆停放站上面建了一个大平台，再在平台上面修建建筑和道路，便形成了纽约最著名的公园大道和商务区、住宅区。到现在，公园大道下面的火车站依然具备使用功能。

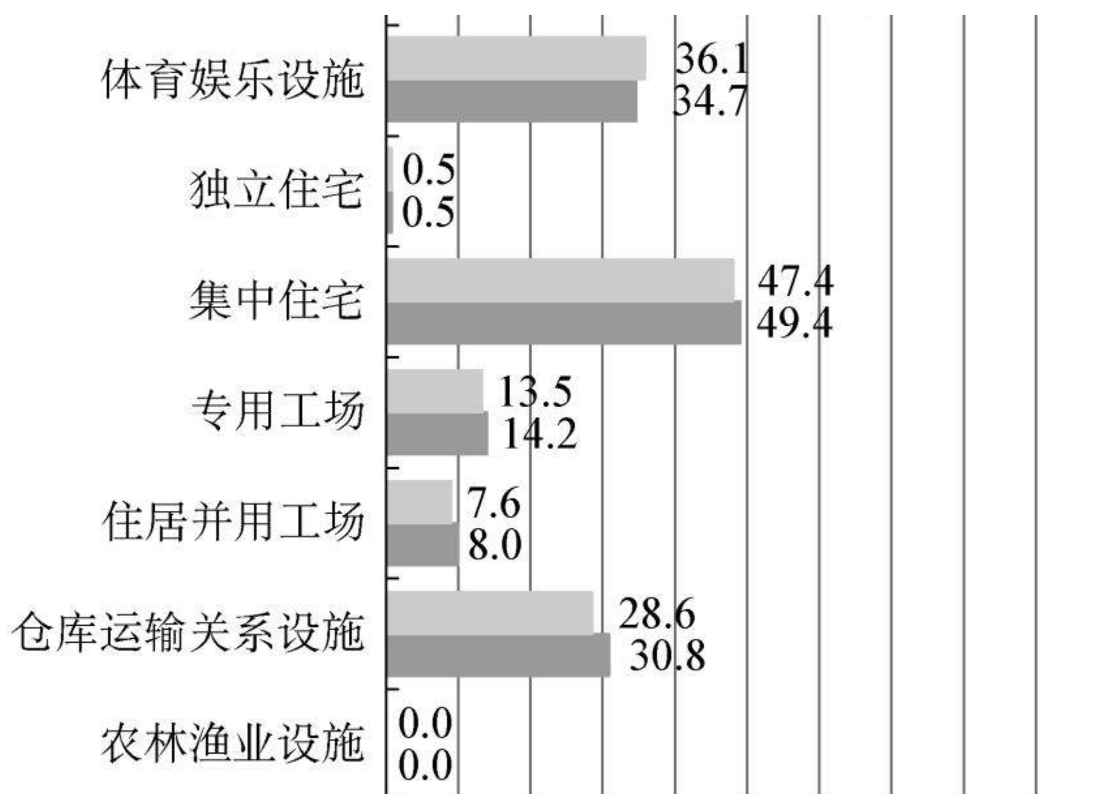
根据2011年日本东京都市圈建筑物中高层化率调查，以所有建筑物为对象时，2011年中高层化率是29.0%，比2006年上涨了1.7%；从不同用途的建筑物来看，事务所建筑物最高约为76.3%，其次是住宿游览设施、政府机关设施、集中住宅、保健医疗设施等，都超过40%；从不同据点看，市中心最高为89.4%，其次是池袋、新宿、涩谷，最低的是精细定・龟户，约为60.5%，中高层化率显著高于区平均，和2006年相比所有据点都有所增长；从不同地区看，和区平均相比，三大地区的中高层化率明显要高，山手线内侧、环6线内侧、环7线内侧分别高出27.4%、20.1%和9.3%(图5.4)。

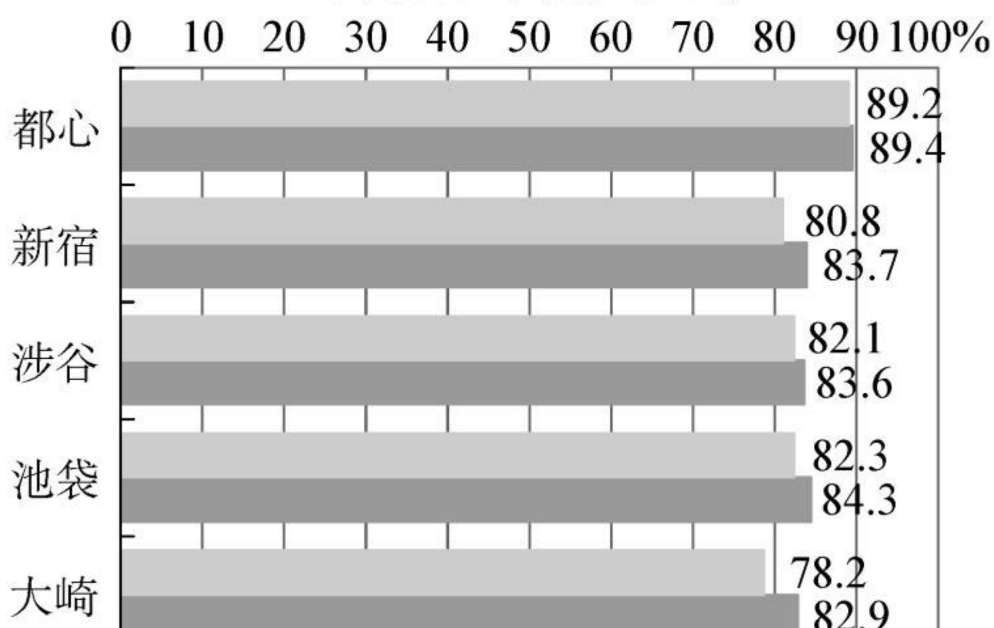
上段：平成18年

下段：平成23年






体育娱乐设施
36.1
34.7
独立住宅
0.5
0.5
集中住宅
47.4
49.4
专用工场
13.5
14.2
住居并用工场
7.6
8.0
仓库运输关系设施
28.6
30.8
农林渔业设施
0.0
0.0
上段：平成18年
下段：平成23年


中高层化率(据点类别)
0 10 20 30 40 50 60 70 80 90 100%
都心
89.2
89.4
新宿
80.8
83.7
涉谷
82.1
83.6
池袋
82.3
84.3
大崎
78.2
82.9

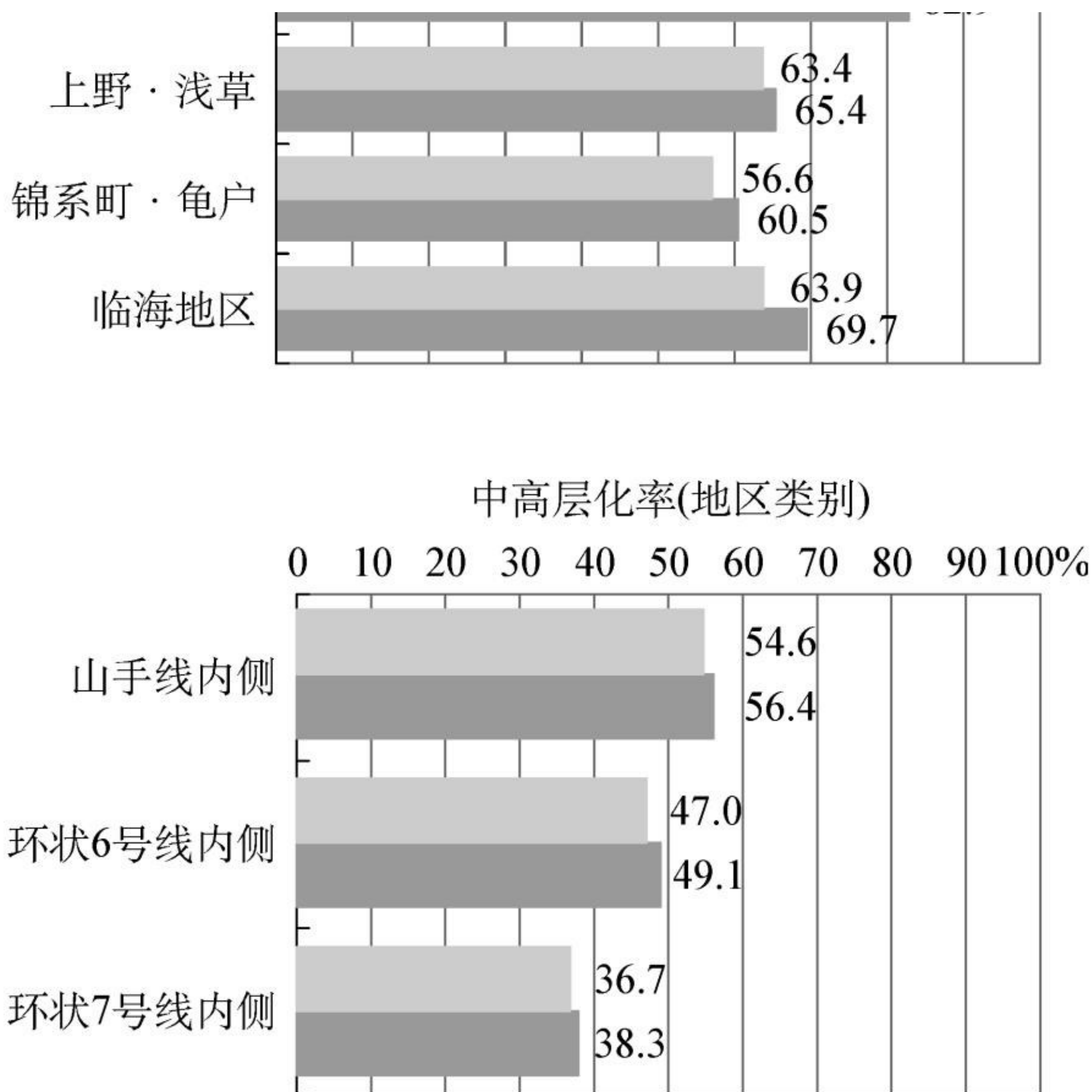


图5.4 2011年日本东京都市圈建筑物中高层化率

资料来源：2011年日本东京都市圈建筑物中高层化率调查

3. 核心城市住宅分布呈现郊区化和远距离化的特征

城市群的核心城市居住水平低于全国平均水平

日本东京。在居住水平方面，东京都由于人多地少，人口密集度大，加之办公商业用房的需求量大，各类住宅平均每户面积均比全国平均水平低。以1998年为例，东京都所有住宅的户均面积约为60平方米，而日本整个国家的户均面积约为92平方米，二者的户均面积差值达30平方米以上，其中租赁住宅的户均面积相差较小，与之相反的是产权住宅，日本的产权住宅户均面积比东京的户均面积高出20平方米以上(图5.5)。

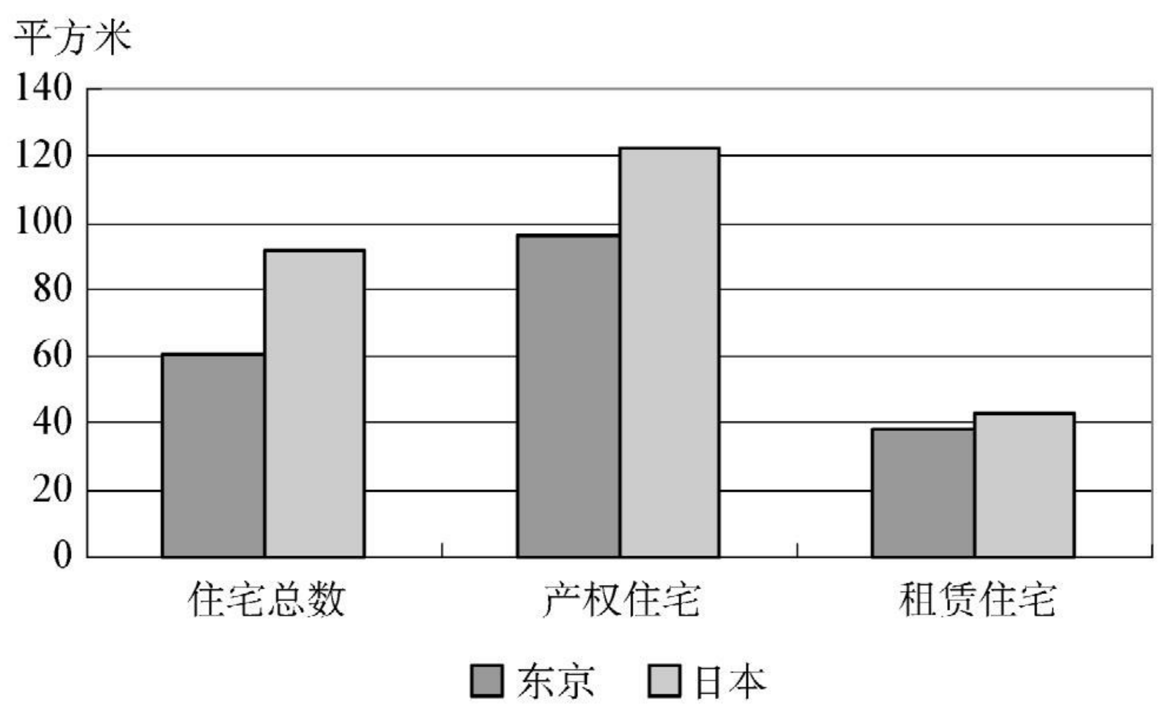


图5.5 1998年东京都各类住宅平均每户面积

资料来源：东京都住宅局，《东京住宅总体规划》，2001

英国伦敦。与英国其他地区相比，伦敦市居民的住房情况相对较差。统计数据显示，2002年，伦敦大约有1/3的住户居住在面积较小的出租屋里；超过5万户居民居住在伦敦市政府提供的临时住房里。这些临时住房条件较差，约有1/6只能容纳床和饭桌等简单设施。只有大约4%的住户居住在独栋住房里，远低于英国20%的比例。随着人口的不断增加，近年来，伦敦市居民住房条件呈恶化趋势。2002年，伦敦市居住在政府提供的临时住房里的居民人数比1997年增加了近一倍，其中

仅有床和饭桌等简单设施的临时住房所占比例从1997年的约1/10上升到2002年的1/6(图5.6)。

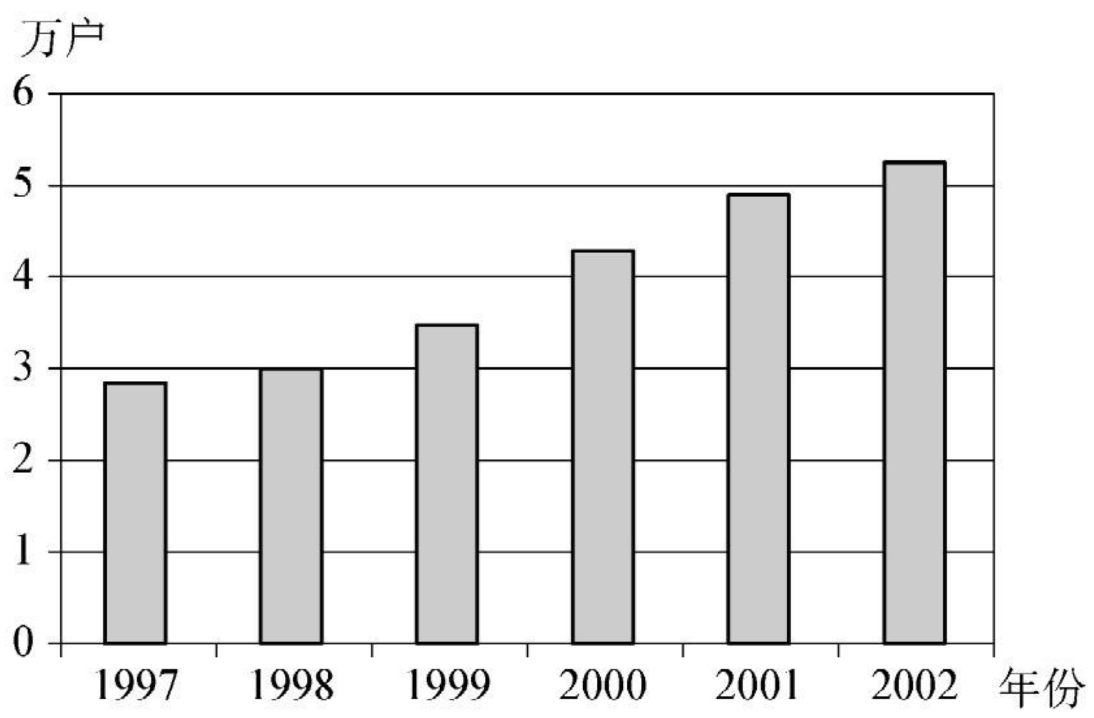


图5.6 1997~2002年伦敦市居住临时住房的居民户数变化情况

资料来源：2004 London Housing Capacity Study, Greater London Authority, July, 2005

住宅建筑用地占比随与中心城区距离的增加而提高

以日本东京都市圈为例。在东京圈内住宅用地供应总数中，离东京城市中心区50千米以上的用地比例，从1985年10.7%猛增到1990年的45.7%，而在年出售住宅总数中，距离城市中心20千米以上的住宅比例也表现出明显的增长趋势。可以说，住宅分布的变化在1980年前后表现得尤为显著，并且已经形成了十分明显的居住郊区化和远距离化的特征。

另一方面，随着距离圈变大，共同分割住宅比例减小，独立住宅比例增加。如图5.7，2012年，70千米圈独立住宅开工户数占比为58%，而在10千米圈，共同分割住宅开工户数占比为50.6%。

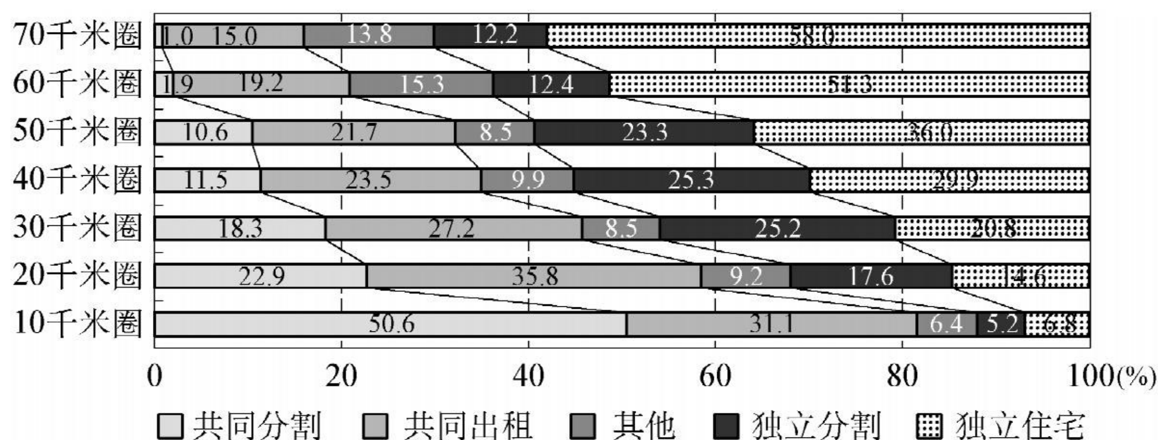


图5.7 2012年日本不同距离圈不同住宅类型的占有比例

资料来源：由日本国土交通省城市局根据《2008年住宅·土地统计调查》制作

公寓住宅用地所占比例从内向外逐步增加

在伦敦市的住房中，私人部门和社会公共房屋部门提供的住房中，公寓类房屋所占比重分别为35.9%和75.2%，两居室及两居室以下类别房屋所占比重分别为39.5%和64.2%，都远远高于英国其他城市的水平。

以日本东京为例，在各类住宅所占的比值当中，长屋建[注]户数所占比例很低，1998年，东京长屋建户数仅占所有住宅户数的2%，这一点与日本的总体情况是一样的，日本长屋建也只占4%的比值。但是与日本整体截然不同的是，东京居住共同住宅的户数比居住一户建的户数多。1998年，东京居住于共同住宅的户数有328.9万户，占东京总户数的67%，而居住于一户建的只有149.8万户，占总户数的比值比共同住宅低了36%。日本全国总体则是居住于一户建的比居住于共同住宅的多了866.8万户，在总体中所占比值多了20%。

随着东京房价的快速上涨，传统的独栋、连排住宅因户型面积较大，总价较高，超过了大多数居民家庭的购房支付能力，在建设总量中所占比例逐步减少。近十几年来，高层公寓发展迅速，因面积较

小，不论是房价还是租金都相对较低，主要面向单身者，包括未婚青年、离婚、丧偶等，受到市场欢迎，如图5.8。

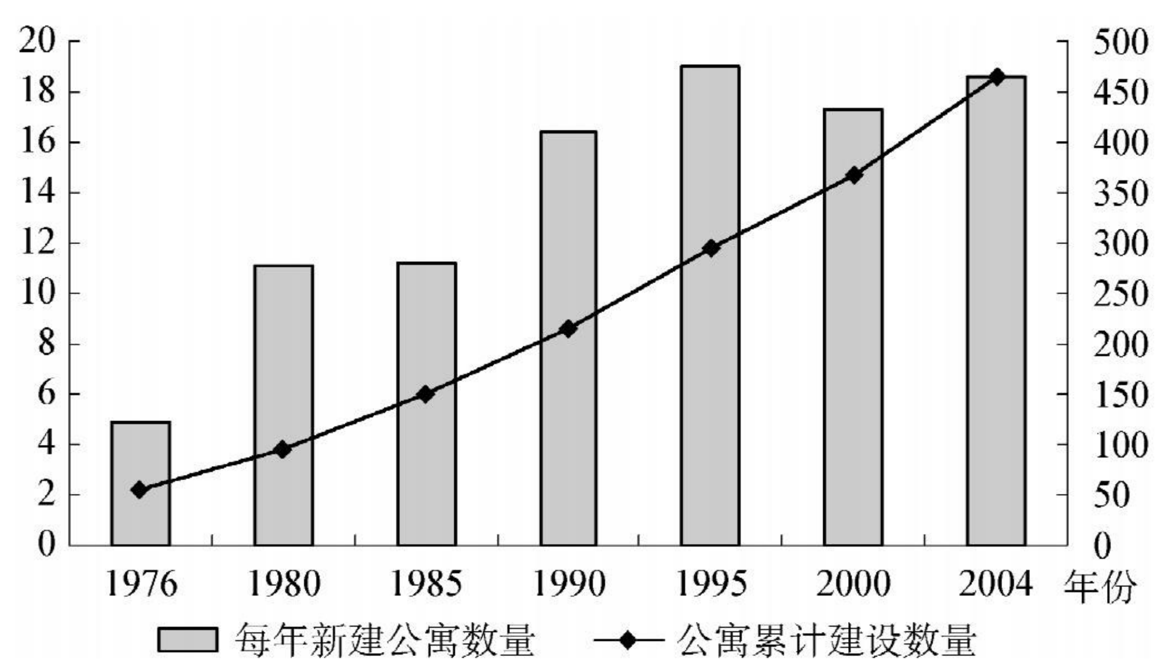


图5.8 日本公寓住宅供应增长变化情况

资料来源：REAL ESTATE IN JAPAN, 2005

图5.9、图5.10、图5.11分别反映了日本全国、首都圈和东京都区部不同年代住宅类型变化。可以看出，随着时间推移，共同住宅（公寓）所占比例增加；且东京都区部比例高于首都圈，首都圈高于全国。

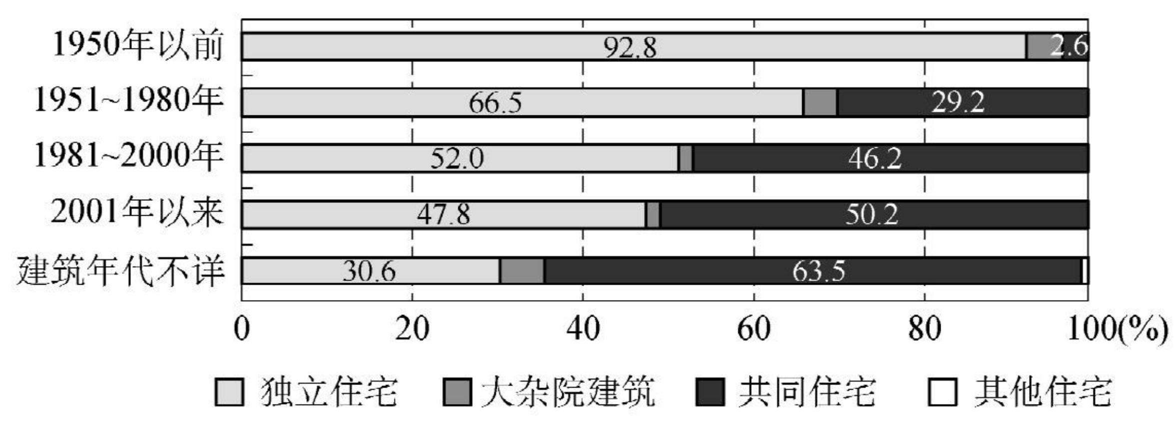


图5.9 日本不同建筑方法的住宅建筑年代状况（全国）

资料来源：由日本国土交通省城市局根据《2008年住宅·土地统计调查》制作

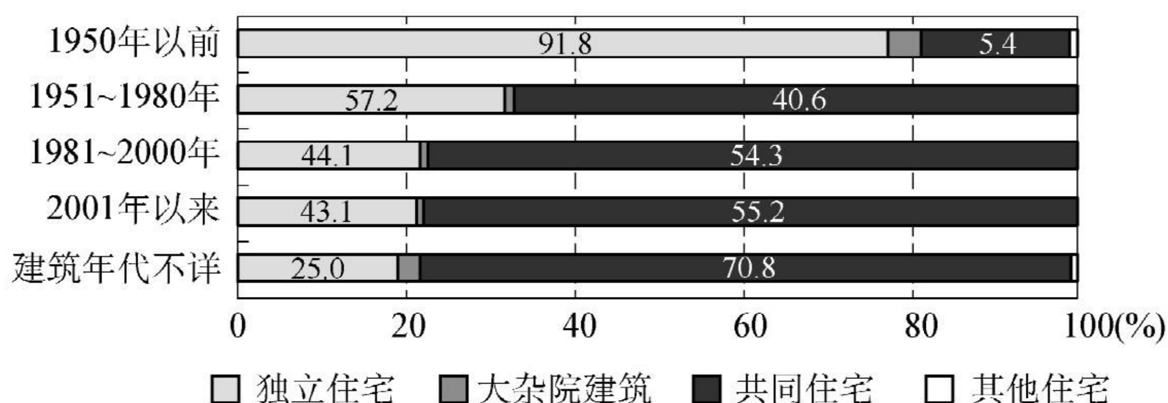


图5.10 日本不同建筑方法的住宅建筑年代状况（首都圈）

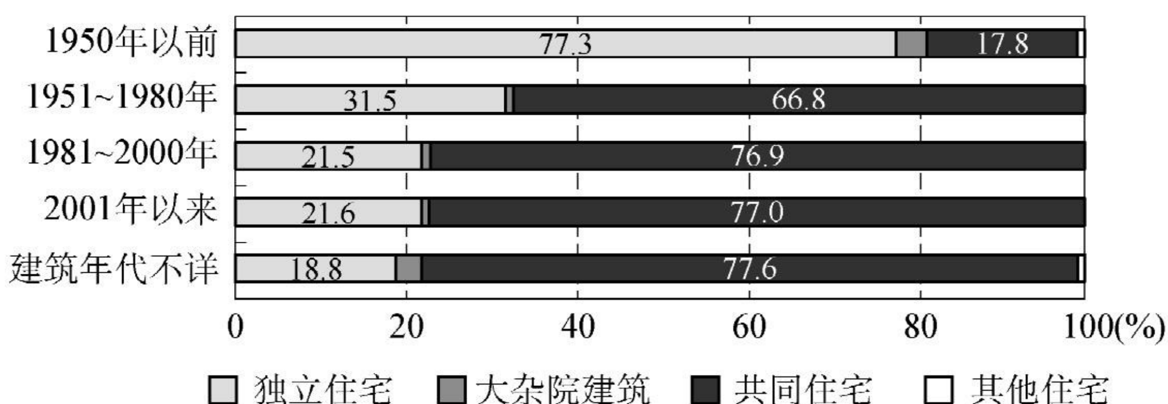


图5.11 日本不同建筑方法的住宅建筑年代状况（东京都区部）

4. 房屋空置周期与城市群中心距离呈正相关

城市群外围空置率高于中心区域

以美国为例，大都市区外围的租赁房屋空置率高于大都市区(图5.12)。

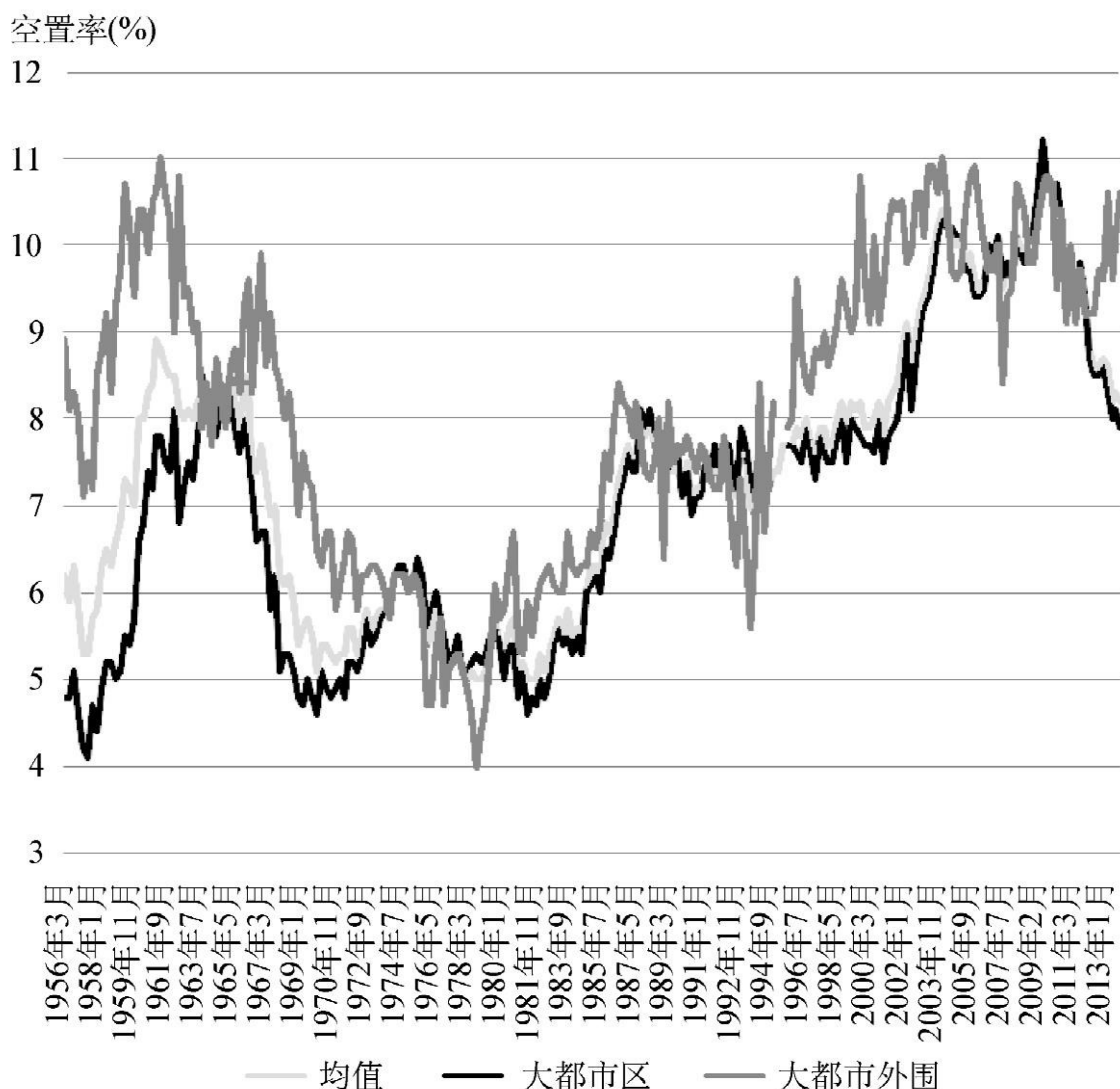


图5.12 美国大都市区和大都市区外围的租赁房屋空置率（%）
资料来源：住房和城乡建设部政策研究中心根据CEIC数据整理

又如日本，随着城镇化进程和住房供需关系逐渐稳定，住宅空置率逐渐提高。但同一时点比较，东京及周边地区空置率仍低于全国平均水平(表5.3)。

表5.3 东京都及周边地区不同年份空置户数及空置率

上段：空置户数/下段：空置率

		S28年	S43年	S48年	S53年	S58年	S63年	H5年	H10年	H15年	H20年
埼玉县		14 500	40 930	83 900	118 500	138 900	157 900	197 900	257 400	273 100	322 600
		2.5%	4.7%	6.7%	7.6%	7.9%	7.8%	8.5%	9.9%	9.7%	10.7%
千叶县		14 600	33 680	78 700	119 900	154 400	159 800	203 900	294 700	321 900	355 900
		2.7%	4.4%	7.1%	8.7%	9.7%	9.0%	10.0%	12.7%	12.7%	13.1%
神奈川县		24 100	58 550	105 000	154 200	182 300	195 700	271 200	349 100	391 600	428 600
		2.6%	4.3%	5.8%	7.2%	7.7%	7.2%	8.8%	10.2%	10.4%	10.5%
东京都	特别区	52 000	101 350	165 800	267 400	310 030	309 820	398 200	457 800	491 500	544 800
		2.5%	4.0%	5.7%	8.4%	9.2%	8.8%	10.5%	11.4%	11.2%	11.3%
	都下	15 000	23 040	47 600	74 400	85 170	101 280	128 900	166 600	173 900	205 500
		3.6%	3.6%	5.5%	7.2%	7.4%	7.7%	8.5%	10.0%	9.8%	10.4%
全国（空置率平均）		2.5%	4.0%	5.5%	7.6%	8.6%	9.4%	9.8%	11.5%	12.2%	13.1%

资料来源：由日本国土交通省都市局根据《住宅土地统计调查》制作

距离城市群中心越远空置期越长

从图5.13可以看出，东京都空置期1年以内的房屋占59.5%，空置2年以上占22.2%；而东京40千米圈以外，空置期1年以内的只占47.5%，空置2年以上占49%。

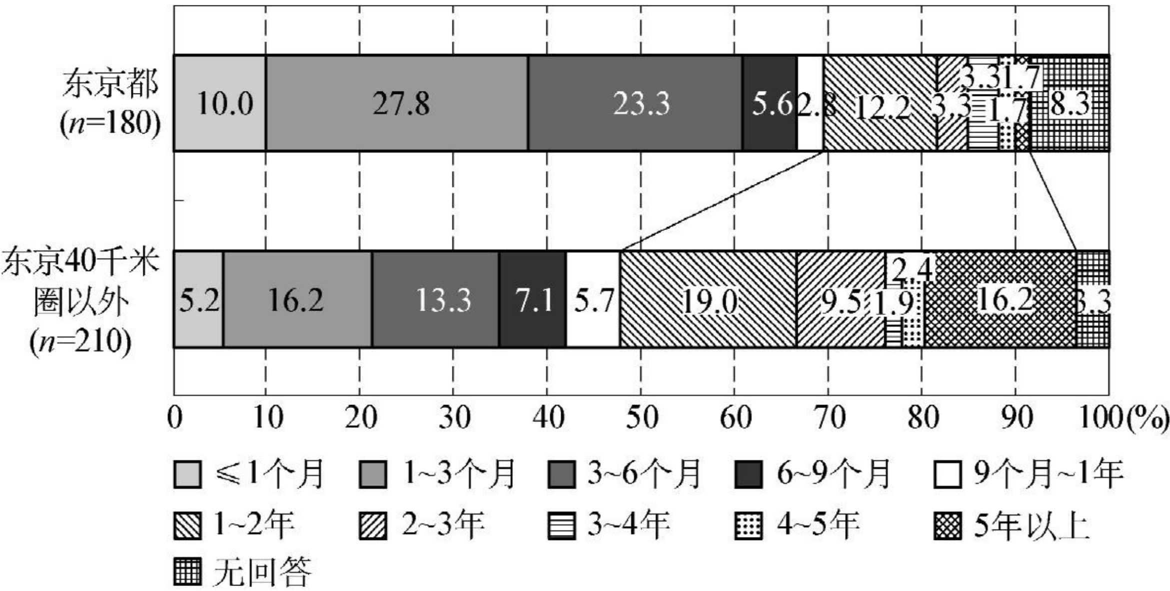


图5.13 东京都空置房屋持续期

注：1.东京都不包括区及市区的街道和村庄。

2.东京40千米圈以外指的是东京都市中心（8区）40千米以外的茨城县、埼玉县、神奈川县的市、街道和村庄。
资料来源：由日本国土交通省城市局根据《2009年度空置房屋实际状况调查报告书》制作

越靠近核心地区房屋租赁比例越高

根据2011年美国统计局调查结果(图5.14)，纽约的住房拥有率为31.3%。虽比1980年增长了接近10%，但是总体水平明显低于其他大城市群，仅接近全国平均水平的1/2。

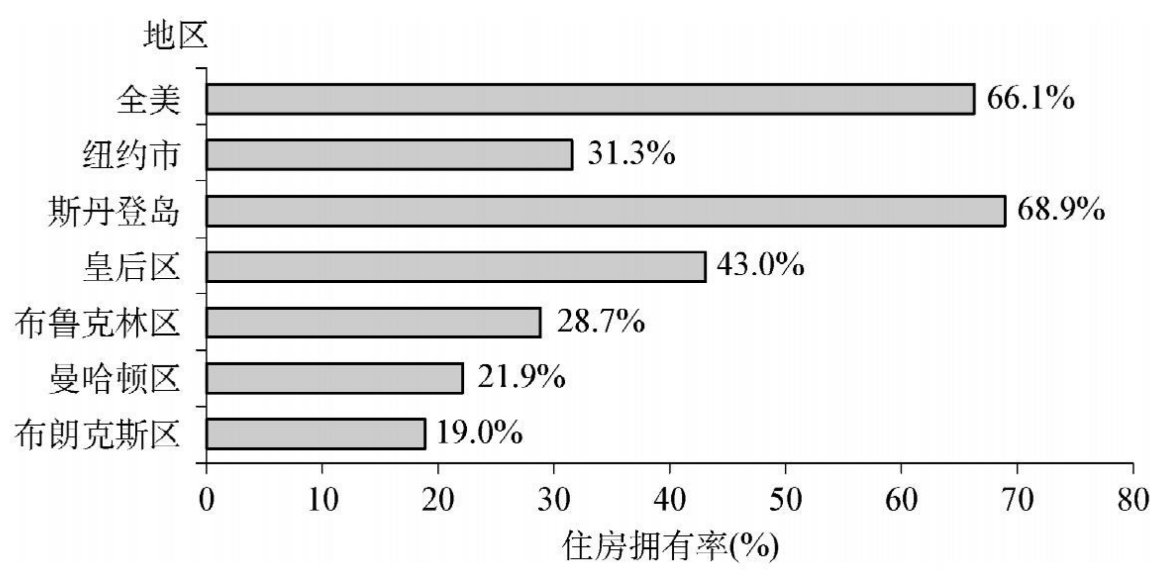


图5.14 2011年美国纽约住房拥有率
资料来源：搜房网

5. 商业地产在城市群内分级布局

通过合理规划在城市群内分级布局商业设施

以伦敦为例，伦敦作为文化、旅游、购物、运动中心，在城市中心集中发展休闲业和零售业设施，通过合理规划和建设城市的国际商业中心、城市商业中心、主要商业中心、街区商业中心和邻里商业中

心等五级商业层次，对不同商业设施进行合理布局，有效地利用城市空间。这五级层次中的每一级都有自己的商业和服务范围。目前，伦敦市共有2个国际商业中心、10个城市商业中心、35个主要商业中心、156个街区商业中心、超过1200个邻里商业中心。

东京最早的商业中心形成于日本桥地区，后经过300多年的建设与发展，在现在的东京站、日本桥、室町、银座、京桥、有乐町和日比谷一带已形成了有近60万平方米的都心地域（包括2个一级商业中心）。在都心商业区西南、西、西北和东北四个方向，沿山手线铁路分别在涩谷、新宿、池袋和上野、浅草规划形成了5个副都心（包括3个一级商业中心和上野、浅草2个二级商业中心）。在其外围，以都心为中心从南到东较为均匀地分布有蒲田、自由之丘、二子玉川、中野、光之丘、赤羽、北千住、小岩和锦糸町等10个二级商业中心，形成副副都心，从而构成了比较完备的、多级商业中心结构秩序。

商业写字楼主要集中在CBD

随着经济发展和第三产业的壮大，作为承载现代服务业及先进制造业的商业写字楼，其数量不断增加。由于写字楼有着显著的集聚特征，往往集中于都市CBD区域。CBD区域总是城市中楼层最高、建筑密度最大、最引人注目的地区。在纽约的曼哈顿，东京的新宿、临海，伦敦的金融城、西敏寺、码头区，巴黎的拉德芳斯等区域，集中了全市超过60%的写字楼量。在纽约，这一比例高达73%。受到城市空间及土地资源的限制，城市特别是CBD逐渐没有更多的土地可以用于大规模写字楼开发，写字楼市场进入存量房时代。

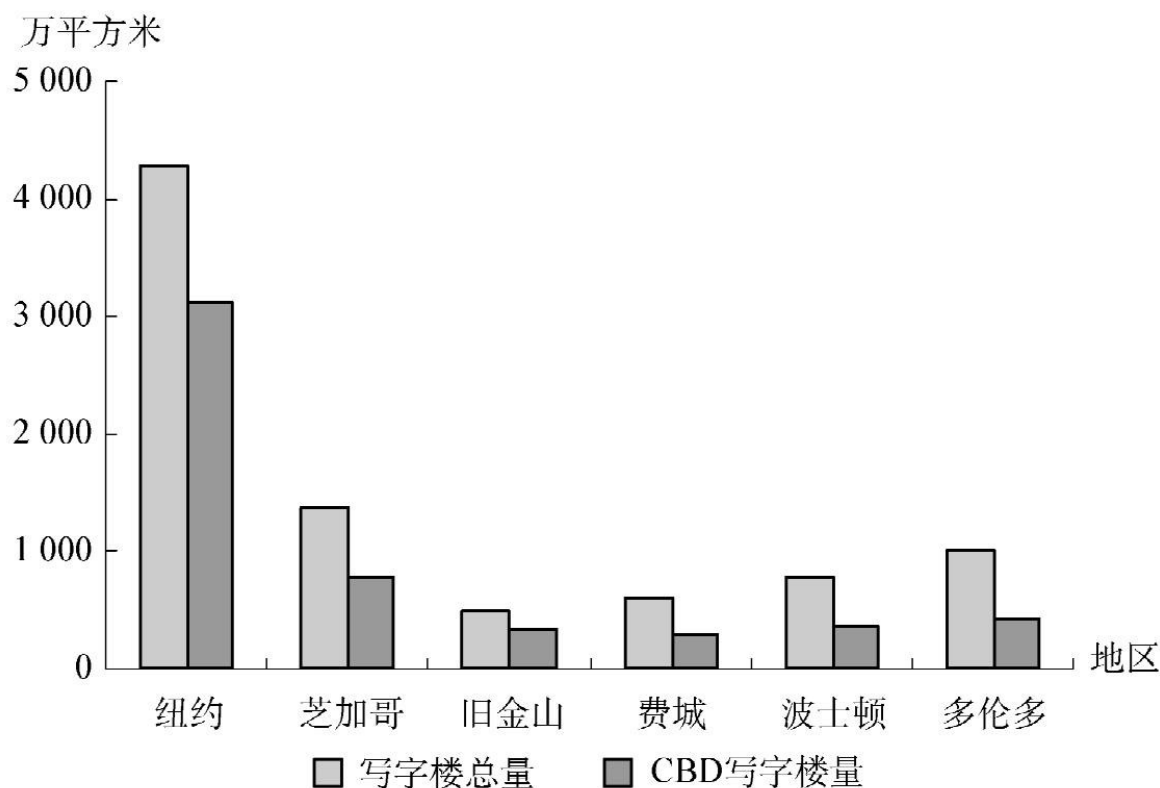


图5.15 北美部分大城市写字楼面积（1988年）
资料来源：《城市规划》杂志

以纽约曼哈顿为例，作为全美重要的金融商业中心，其房地产市场交易额占据美国同类交易较大的比重。曼哈顿是纽约市的中心区，该区主要构成部分为曼哈顿岛，还包括依斯特河（即东河）中的一些小岛及马希尔的部分地区。根据美国普查局的数据，曼哈顿区总面积为33.8平方英里（87.5平方千米），其中陆地面积23.0平方英里（59.5平方千米），水域面积10.8平方英里（28.0平方千米），而人口却达到了153.7万人（2004年），因此，该区是美国人口最为集中的地区。曼哈顿作为纽约的中心，分为上城、中城和下城三个区域。曼哈顿下城是面积不足1平方千米的华尔街金融区；中城是曼哈顿的商业中心，很多著名的公司总部大楼修建于此，如帝国大厦、洛克菲勒中心等，20世纪中后期，许多非营利的办公机构，如工会、研究部门、专业团体、政府机构等也都集中于此，这样曼哈顿也使得商业和服务业渐渐聚集在周围。曼哈顿作为纽约商务、贸易和金融中心，推动纽

约市的发展，使其成为全球金融中心，而20世纪70年代形成的曼哈顿CBD也是纽约市最为活跃的房地产交易区。70年代美国房地产市场的繁荣时期，曼哈顿的住宅和商业房的成交额占美国房地产市场中同类房产成交额的40%，而曼哈顿的地产价值超过纽约市地产价值总额的53%，1969~1983年间，曼哈顿区地产价值增长了约58%，曼哈顿区商业金融业的兴盛及其衍生和聚集效益促进了纽约市房地产市场长期的繁荣，并成为纽约市经济发展持续的动力。



图5.16 美国纽约市各区域分布图

又如英国伦敦，伦敦市区的办公建筑面积为2200万平方米，其中市中心商务区的办公建筑面积为1510万平方米，约占伦敦市办公建筑面积的69%。

表5.4 伦敦市的办公建筑面积情况

<table>
<tr><th colspan="2">市区</th><th colspan="2">市中心区</th><th colspan="4">中心商务区</th></tr>
<tr><th>区域面积（平方千米）</th><th>办公建筑面积（万平方米）</th><th>区域面积（平方千米）</th><th>办公建筑面积（万平方米）</th><th>中心商务区</th><th>用地面积（平方千米）</th><th colspan="2">办公建筑面积（万平方米）</th></tr>
<tr><td rowspan="2">300</td><td rowspan="2">2 200</td><td rowspan="2">47</td><td rowspan="2">1 400</td><td>西城和西敏寺</td><td>2</td><td>1 400</td><td rowspan="2">1 510</td></tr>
<tr><td>码头区</td><td>0.75</td><td>110</td></tr>
</table>

资料来源：《静安南京路发展规划》国际咨询报告，戴德梁国际咨询行，美国Gesnsler设计公司&C3

住宅建设呈现有机融入核心商业区的发展趋势

在核心商业区的规划中，通过对住宅规模、位置、密度，以及相干配套设施的合理控制，将住宅建设有机地融入核心商业区的发展中——核心商业区的住宅建设与商业发展相结合，住宅或镶嵌于商业中，或在商业场所附近。

伦敦市在核心商业区的密集发展区域和提高发展区域，一方面，规划鼓励适当规模住宅社区的开发，容许包括500户居民、10万平方米的超大规模居住区存在；另一方面，规划鼓励高密度的居住发展，每万平方米30~150套住房。考虑交通的便利性，特别在公共交通结点附近，主要进行公寓和复式住宅的建设。住宅尽量靠近就业、学校和公共交通。住宅建设主要集中在公交站点、城镇中心、泰晤士河口，通过对一些低密度区域的混合利用，保证最大限度地利用土地和一些小居住区空隙的再发展。通过整体规划，保证新建住宅能提供不同的面

积和户型，以满足学生、老年人、家庭住户和合住等不同类型居民的需要。同时新建住宅能够满足不同年龄段的住户需要，10%的住宅能够容纳轮椅进入。在住房发展中，要求各类需求的住房保持一定比例，24%用以满足可负担居民的需要，并能提供医疗、教育、邮政、公共交通服务。

又如在曼哈顿这样的世界级商务中心区，在区域的规划中，也不是一味偏重商业设施的建设，而是兼顾住宅(表5.5)。

表5.5 曼哈顿的土地利用情况（2004年）

用途分类	数量	面积	
	块	万平方米	%
1～2户住宅	3 031	49.2	1.1
多户住宅	17 680	984.5	22.6
商业/居住	9 611	546.1	12.5
商业/办公	5 442	436.6	10.0
工业	2 073	120.0	2.8
运输及公用事业	587	294.4	6.8
公共机构	2 412	513.8	11.8
开阔地/休闲场所	338	1 094.6	25.1
停车设施	995	83.7	1.9
空地	1 859	143.4	3.3
其他	333	88.9	2.0
合计	44 361	4 355.4	100.0

资料来源：纽约市城市规划局（New York City Department of City Planning）2004年12月数据

6. 轨道交通的高效高速运行是拓展住宅空间的基础

完善的轨道交通是城市群周边卫星城镇形成的重要推动力，同时也是都市圈内房地产发展和繁荣的重要保障。轨道交通发展带动沿线及周边卫星城房地产市场发展。住宅的空间布局变化是与高速高效的轨道交通发展密切相结合的。住宅郊区化的发展前提是轨道交通的先行发展。

东京轨道交通

以东京圈为例。东京圈的发展得益于四通八达、方便快捷的交通网络，特别是轨道交通在联结城市流动上发挥了重要作用（东京的轨道交通网络承担总交通客运量的86.5%），见图5.17。目前，东京有67%的人口依靠公共交通出行。为了加强郊区和市区的联系，促进“区域多核心功能分散”都市圈结构的形成和商务核心城市的建设。20世纪70年代以来，东京都及其周边地区加强了区域综合交通网络的建设。这一交通网络的骨架，是由东京都内延伸出来的放射状道路与连接新城市的干线道路、连接商务核心城市及其势力圈范围内各地区的干线道路所组成，这一时期的交通网络建设主要是以东京外围环状道路、东京湾沿岸道路、首都圈中央连接道路、北关东横贯道路等环状方向的道路建设为主。尤其为了促进商务核心城市的发展和建设，核心城市之间和连接核心城市与国际机场、港湾、主要国家级高速公路之间的高速公路建设和轨道交通建设得到了较大的发展。1986年的“第四次首都圈规划”之后，东京都市圈的交通网络建设的重点转移到机场、港湾、主要国家级高速公路、新干线等基础交通设施，以及东京中心城区与商务核心城市间的轨道交通和道路交通上来。但是从结果来看，与放射状方向的交通建设相比，连接商务核心城市的环状交通，尤其是环状道路建设还十分薄弱，从而影响到东京大都市圈合理的区域结构的形成、商务核心城市的建设。

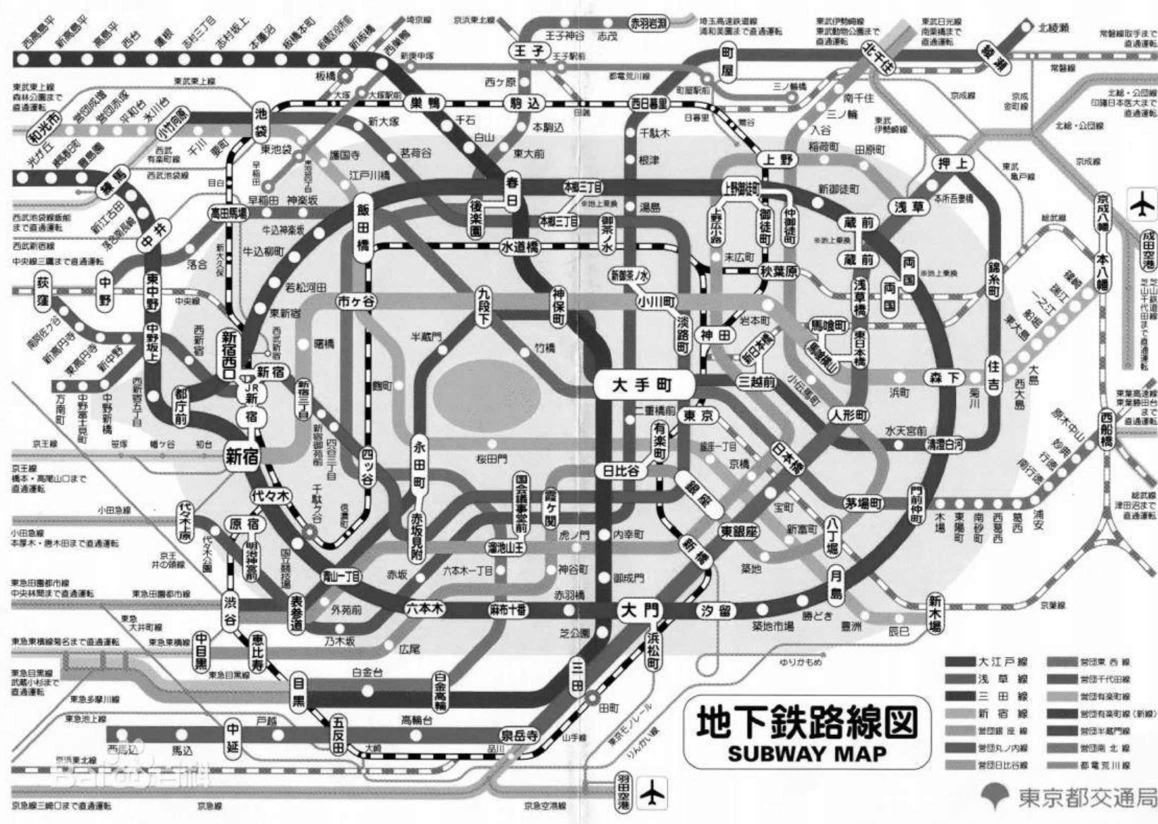


图5.17 日本东京地铁线路图

资料来源：东京都交通局

日本鼓励轨道交通公司投资铁路沿线的房地产投资促使周边卫星城市房地产市场的兴盛。一是，大量工薪族居住在东京核心区外围的千叶、埼玉和神奈川等县郊，密集的轨道交通的保障，使得他们有积极性购买远郊有升值潜力的廉价房，从而培育了都市圈居民的不动产含金量和能够保证他们良好的生活质量。二是，政府在鼓励轨道交通公司修建轨道的同时也支持轨道交通公司开发沿线的房产，以推动新城的建设，吸引居民入住，“到广袤的乡下去，将那里变成天堂”已经成为轨道交通公司的口号。40年前，在东京都政府的主导下，小田急公司和京王公司就参与了东京西部多摩新城的开发。三是，东京核心区内拥挤程度的加剧也促使部分东京居民从大城市搬往周边郊县，而推动都市圈内卫星城市房地产市场的发展，特别是居住环境和交通

条件俱佳的地区。可见，轨道交通是东京都市圈形成和圈内房地产市场繁荣的不可或缺的硬件设施。

纽约轨道交通

纽约地铁是大纽约地区的大众运输骨干，全球最错综复杂且历史悠久的公共地下铁路系统之一(图5.18)。第一条建于地下的地铁于1907年建成通车。目前共有469个车站，商业营运路线长度为373千米，用以营运的轨道长度约为1056千米，若加上地下街和地下相连通道等，则长达约1355千米，连接纽约市五大区的四区。现由纽约大都会运输署管理，纽约市公共运输局负责营运。其下又分为IRT、BMT及IND三个子系统。纽约地铁虽名为地铁，但约40%的路轨形式为地面或高架。纽约地铁的特点是24小时运营，有些运量较大的线路，还采用3条或4条轨道，实现了快慢车分道行驶。



图5.18 美国纽约市地铁线路图

资料来源：http：//www.mta.info

城际铁路。美国国铁（Amtrak）提供纽约市的城际铁路交通，提供多条北通波士顿、南通费城与华盛顿特区的铁路服务，并以位于曼

哈顿中城34街上的宾州车站作为主要车站。此外，美国国铁的高速铁路列车Acela亦于纽约市、华盛顿特区及波士顿之间的东北走廊提供城际运输服务。纽约宾州车站是美铁在美国内最繁忙的车站，2004年的总乘客量为430万人次，为第二繁忙的费城30街车站的2倍以上。宾州车站有多条纽约地铁与公车路线连接。

通勤铁路。纽约大都会运输署（Metropolitan Transportation Authority，MTA）营运及维护纽约地区之通勤铁路，其中主要的有大都会北方铁路与长岛铁路。大都会北方铁路（Metro-North Commuter Railroad Company，Metro-North）是一条提供纽约州北部与康乃狄克州的居民往返纽约市的通勤铁路。长岛铁路（Long Island Rail Road，LIRR）提供铁路服务给长岛居民，以宾州车站为终点站，这条铁路是全美最忙碌的通勤铁路。新泽西捷运公司也有提供新泽西的通勤铁路路线，可以到达纽华克以及新泽西州府特伦顿再连接往南至费城。

---

1. 日本的民居主要分为三种：一种是传统式住宅，即所谓“独门独院”型住宅，日语称作“一户建”型住宅，房子的建筑材料主要是木头，一般都具有“土间”“居间”“寝间”“床间”“应接间”“浴室”等部分；另一种是公寓式住宅，日语称作“共同住宅”，多为钢筋混凝土结构，其内部格局也与我国的公寓式住宅大同小异；还有一种是旧式公寓式住宅，日语称作“长屋建”型住宅，外形狭长，多为木造一层或二层建筑，由房主建造后出租给他人居住。

第6章
日本房地产泡沫的催生、疯狂、破灭与教训

任泽平 熊义明

当前中国房市具备1974年前后日本的很多特征（经济有望中速增长、城镇化还有一定空间等基本面有利因素）；但许多因素也和1991年前后相似（人口拐点和区域分化）。房地产政策应适应“总量放缓、结构分化”的新发展阶段特征，避免寄希望于通过刺激重归高增长的泡沫风险。

1974年日本地产泡沫程度和1991年旗鼓相当，但大拐点出现在1991年而非1974年，原因在于1974年经济中速增长、城镇化空间、适龄购房人口数量维持高位等提供了基本面支撑和消化空间，而1991年已经严重脱离基本面。1974~1985年日本虽然告别了高速增长，但仍实现了年均3.5%左右的中速增长。1970年日本城市化率72%，还有一定空间。1974年20~50岁适龄购房人口数量接近峰值后，并没有转而向下，在1974~1991年间维持在高水平。但1991年后，日本经济停滞，人口老龄化严重，适龄购房人口数量大幅快速下降，城市化率已经高达77.4%。

当前中国房市具备1974年前后日本的很多特征，如经济有望中速增长、城镇化还有一定空间等基本面有利因素，如果调控得当，尚有转机。但许多因素也和1991年前后相似，如人口拐点和区域分化，应避免货币超发引发资产价格脱离基本面的泡沫化趋势。住宅投资告别

高增长时代，房地产政策应适应“总量放缓，结构分化”的新发展阶段特征，避免寄希望于刺激重归高增长的泡沫风险。

1. 日本房地产价格的历史走势

房价上涨期：1991年前

1955~1991年间，日本六大主要城市住宅用地价格上涨211倍，仅一年出现下跌，大城市涨幅明显大于中小城市(图6.1)。日本统计局数据显示，1955~1991年36年间，日本住宅用地价格上涨了83倍，其间仅1975年出现过下跌（-4.0%），年均涨幅达13.4%。六大主要城市住宅用地价格上涨211倍，年均涨幅达16.6%，其中除1975年下跌外（-7.5%），其他年份均是上涨。

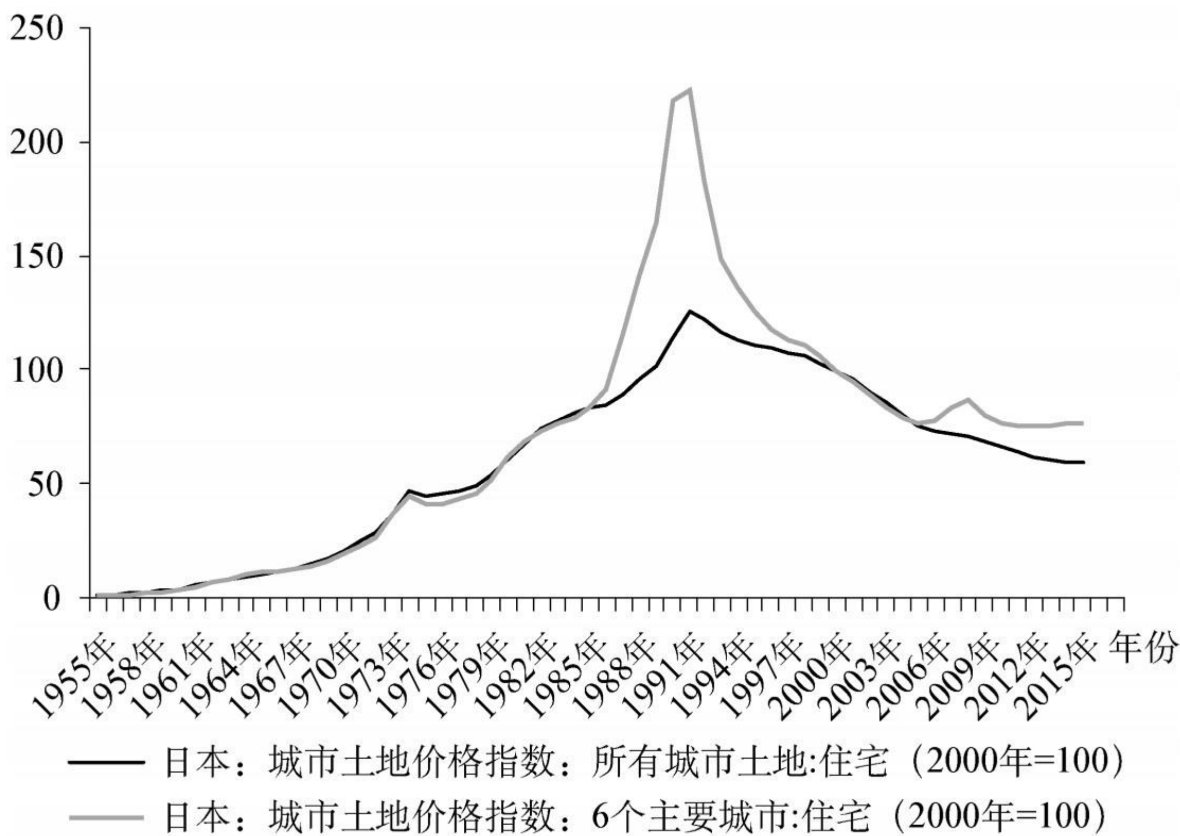


图6.1 日本住宅用地价格指数：1955~2015年

资料来源：日本统计局，WIND

上涨过程经历了大概三个阶段。

1955~1974年快速上涨期，20年涨44倍。这个过程持续了大约20年，其间日本住宅用地价格上涨31倍，六大主要城市上涨44倍（年均涨幅22.2%）。其背景是日本经济快速追赶期，GDP和人口快速增长。

1975~1985年缓慢上涨期，10年涨幅不到1倍。这个过程持续了大约10年，其间日本住宅用地价格上涨73%，六大主要城市上涨79%（年均增速6.2%）。其背景是日本经济进入第一次换挡期，GDP和人口增速放缓。

1986~1991年最后疯狂期，6年上涨1.7倍。这个过程持续了大约6年，其间日本住宅用地价格上涨73%，六大主要城市上涨169%（年均增速18.4%），其中1987~1990年间年均增速高达24.6%，超过1955~1974年快速上涨期的平均增速。其背景是日本进入第二轮经济增速换挡期，广场协议签订，日元升值，货币政策宽松。

最后疯狂期大城市涨幅明显大于中小城市，而此前差异不大。1955~1985年间，所有城市土地价格涨幅55倍，六大主要城市上涨78倍，从1955年算起，差异约为43%。但1986~1991年间，所有城市土地价格涨幅51%，而六大主要城市上涨169%。

房价下跌期：1991年后

日本土地价格于1991年到达最高点，随后开启漫长的下跌之旅。日本统计局数据显示，日本土地价格从1992年开始持续下跌，截至2015年，六大主要城市住宅用地价格跌幅为65%，所有城市跌幅为53%。

大城市跌幅明显大于中小城市。日本统计局数据显示，1992~2000年间，日本六大主要城市住宅用地价格下跌55%，中小城市（六大主要城市以外的城市）跌幅仅19.4%。

相对于股价而言，泡沫破灭后，房价下跌速度缓慢得多。日经225指数在1990年之后的两年内下跌了近一半，而住宅用地价格1992~2000年10年间每年跌幅均不超过5%，累计跌幅21%。

房价泡沫对比：1974年与1991年

1974年和1991年分别对应日本房价的两个拐点，从绝对值来看，1991年是拐点。但这两个时期泡沫幅度对比，需要考虑通胀和收入增长情况。

1975~1991年间，日本所有城市名义房价上涨了167%，六大主要城市房价上涨407%。同期，日本人均名义GDP从4281美元，上升至28541美元，增幅为607%。以日元计价的人均GDP增幅为315%（其间日元兑美元大幅升值）。

可见，1975~1991年间，以日元计价的日本房价涨幅（167%）低于日本人均名义GDP的涨幅（315%），但六大主要城市房价涨幅（407%）大于名义收入涨幅（315%）。

日本整体房价泡沫，1974年大于1991年；但六大主要城市房价泡沫，1991年大于1974年。

2. 日本地产泡沫的成因

长期基本面因素：经济增速、人口等

日本房价长周期大致可以用经济增速和置业人口差异来解释(图6.2)。

日本房价最快速上涨期在1974年之前（上涨44倍），其间日本经济快速追赶，GDP年均增长9.3%，置业人口快速增长。

1975~1985年日本房价步入缓慢上涨期（上涨不到1倍），当时日本经济增速换挡，GDP年均增长3.7%，置业人口增速放缓（见图6.2）。

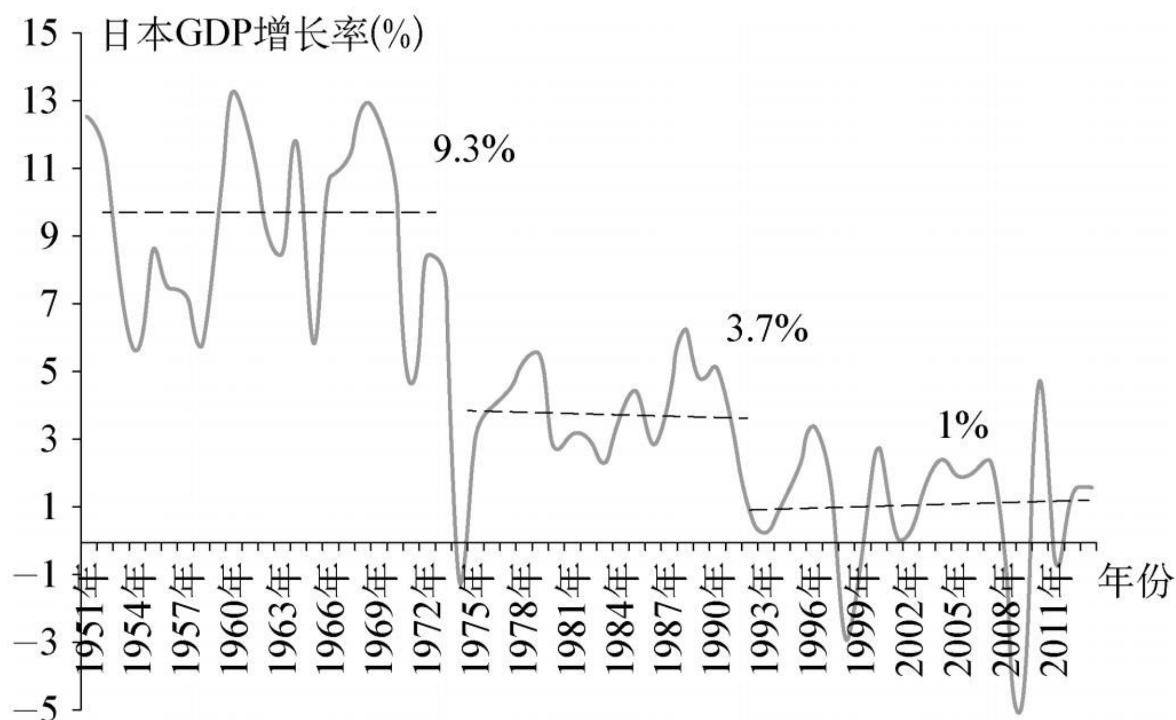


图6.2 日本经济增速在1970年初和1990年初两次换挡

资料来源：Wind

1991年以后，日本房价持续下跌期间，日本经济增速停滞，GDP年均增长1%，人口下降。

此外，人均土地面积少与高储蓄率的问题也是日本房价泡沫形成重要原因，人均土地面积少导致房价上涨预期强烈，高储蓄率导致长

期资金过剩。而对日本经济的乐观情绪也发挥了重要作用，当时到处充斥着“日本第一”“超过美国，买下美国”等声音。

谁导演了最后的疯狂：广场协议与货币超发

“广场协议”签订（1985年9月）后，日元大幅升值，使得日元资产吸引力大增，房价疯狂上涨和日元升值无疑有一定关系。

另外，广场协议后，日本出口急剧下滑，在1986年经济陷入衰退，物价陷入通缩（日本出口在1985年5月便开始明显下滑，这缘于当时美国经济的显著下滑，但“广场协议”后，美国经济停止下滑，1985年9月之后的出口下滑可以归因于日元升值，见图6.3）。

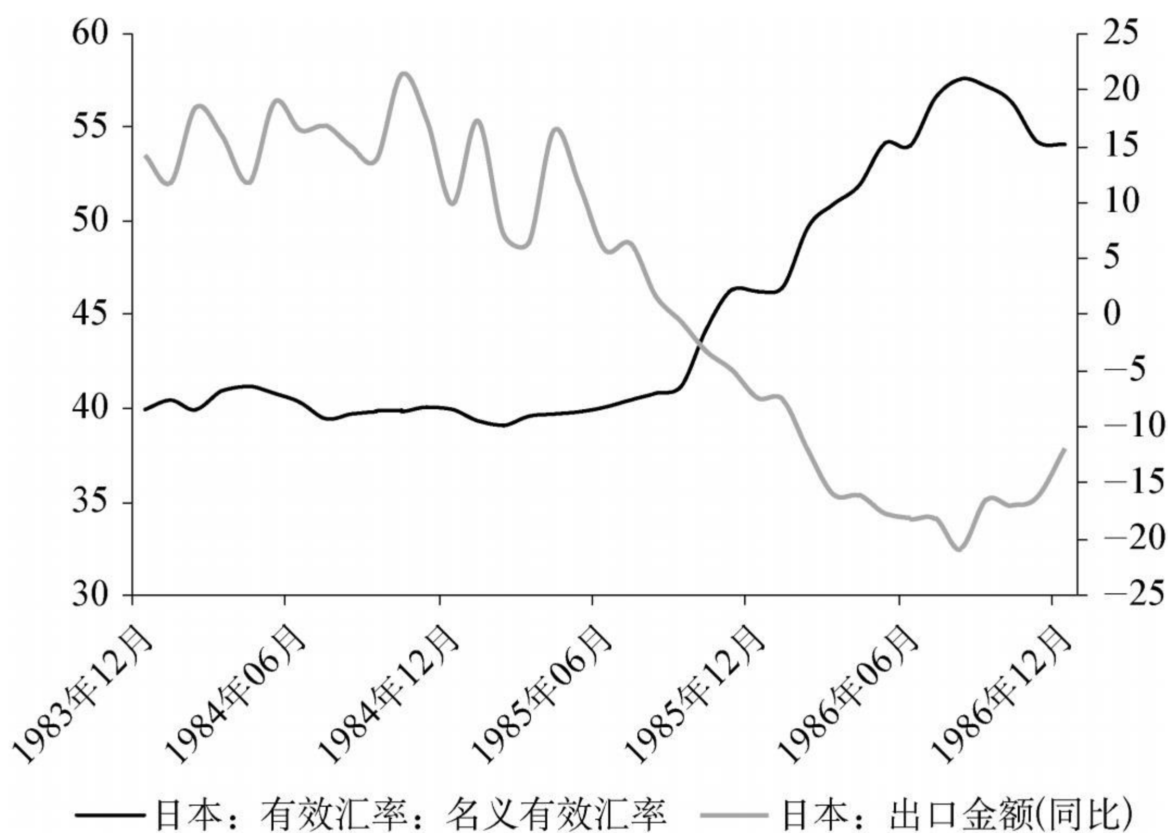


图6.3 广场协议对日本出口造成负面影响

资料来源：WIND

为缓解经济下滑和通货紧缩压力，日本央行大幅降低利率，并增加银行信贷。再贴现率从1984年的5%下调到1987年的2.5%，拆放利率从1984年的9.06%下调到3.39%。1986~1990年间，日本国内货币供应量显著扩张，M2增速从1985年初的7.9%上升到1987年末的12.4%，过量流动性和低利率助长了房地产泡沫。



图6.4 广场协议（1985年9月）后日本央行实施了宽松货币政策

资料来源：WIND

另外，“帮美国的忙”助推了泡沫。1987年，美国出现股灾——著名的黑色星期一。当时美国政府担心，如果日本银行提高利率，资金不能及时向欧美市场回流，可能再次引起国际市场动荡，因此建议日本暂缓加息。

日本政府也担心提高利率可能使更多的国际资本流入日本，推动日元升值，引起经济衰退。加之当时日本正在实施扩大内需战略，需

要以较低的利率来刺激国内投资，减少储蓄，缩小经常项目顺差。在这种情况下，日本银行决定继续实行扩张性货币政策。

为何决策者没有发现问题？因为稳定的通胀掩盖了泡沫，而且泡沫经济解决了日本的财政问题，1990年日本赤字国债发行额为零。货币扩张而没有通胀，归因于日元的持续升值。

三大战略调整导致政策回旋余地变小

日本经济金融自由化和国际化步伐加快。战后日本的经济和金融都有着浓厚的“封闭”和“管制”色彩。20世纪70年代，日本开始了经济、金融自由化和国际化进程。20世纪80年代，这一进程迅速加快。1985年，日本政府发表了《关于金融自由化、日元国际化的现状与展望》公告，揭开了日本经济、金融全面自由化和国际化的序幕。

日本政治国际化进程加速。20世纪80年代初，日本政府提出，日本要从一个“经济大国”走向“政治大国”，而日美关系将成为“政治大国”的基石。在1985年的“广场会议”和1986年的“罗浮宫会议”中，日本均成为美国最坚定的盟友。

日本经济增长模式的转变。从1980年起，国际社会要求日本开放国内市场、改变出口导向型经济增长模式的呼声越来越高。1985年日本政府发布的《经济白皮书》指出：出口导向型的经济增长模式已经不可持续，日本必须扩大内需，以缓和与国际社会的关系。

3．结局：泡沫破灭原因与影响

泡沫破灭的原因之一：适龄购房人群和经济增速拐点

如前文所述，日本1974年和1991年房价泡沫旗鼓相当。那么为何1991年是大拐点？

如果对照日本1974年前后和1991年前后房地产泡沫的形成与破裂，可以发现，1974年前后的第一次调整幅度小、恢复力强，原因在于经济中速增长，城市化空间、适龄购房人口数量维持高位等提供了基本面支撑。

1974~1985年日本虽然告别了高速增长，但仍实现了年均3.5%左右的中速增长。1970年日本城市化率72%，还有一定空间。1974年20~50岁适龄购房人口数量接近峰值后，并没有转而向下，在1974~1991年间维持在高水平。

但是，1991年前后的第二次调整幅度大、持续时间长，原因在于经济长期低速增长、城市化进程接近尾声、适龄购房人口数量大幅快速下降等。1991年以后日本经济年均仅有1%左右的增长，老龄化严重，人口抚养比大幅上升。1990年日本城市化率已经高达77.4%。1991年以后，20~50岁适龄购房人口数量大幅快速下降。

泡沫破灭的原因之二：主动收紧并刺破

在股票市场与房地产双重泡沫的压力下，日本政府选择了主动挤泡沫，并且采取了非常严厉的行政措施，调整了税收和货币政策。

（1）紧缩的货币政策。

随着通胀压力在1989年开始出现（3%~4%），而且股价和房价加速上涨，日本央行从1989年开始连续5次加息，商业银行向央行借款的利息率从1987年2月的2.5%上升到了1990年8月的6%。与此同时，货币供应增速大幅下滑。

当然，日本政府没有意识到挤泡沫会产生如此大危害。如果提前知道，可能政策会有所变化。

（2）对房地产贷款和土地交易采取严厉管制。

1987年7月，日本财务省召集有关金融机构举行听证会，了解金融机构在房地产市场上的活动。此后，财务省发布了行政指导，要求金融机构严格控制在土地上的贷款项目，具体的要求是“房地产贷款增长速度不能超过总体贷款增长速度”。受此影响，日本各金融机构的房地产贷款增长速度迅速下降，从1987年6月的36.6%下降到了1988年3月的10.2%（见表6.1）。到1991年，日本商业银行实际上已经停止了对房地产业的贷款。

表6.1 日本政府采取管制后房地产贷款的增速

时间	1987 年 6 月	1987 年 9 月	1987 年 12 月	1988 年 3 月
土地贷款增速	36.6%	29.5%	16.8%	10.2%

资料来源：《国际经济评论》

（3）调整土地收益税。

在1987年10月调整税制之前，拥有土地10年以内被视为“短期持有”，而10年以上则被认为是“长期持有”；在调整税制后，持有不超过2年被视为是“超短期持有”，并受到重点监管。

日本地产泡沫破灭的影响

日本泡沫破灭后，经济陷入了“失去的二十年”和长期通缩，居民财富大幅缩水，企业资产负债表恶化，银行不良率上升，政府债台高筑。另外，日本政治影响力下降，超级大国梦破灭。

（1）陷入“失去的二十年”和长期通缩。

1991年地产泡沫破灭后，日本经济增速和通胀率双双下台阶，落入高等收入陷阱。1992~2014年间，日本GDP增速平均为0.8%，CPI平均增长0.2%；而危机前十年，日本GDP平均增速为4.6%，CPI平均为1.9%。

值得注意的是，这样的“成绩”还是在政府大力度刺激下才取得的。逆周期调控使得日本政府债务率大幅增长，央行资产负债表大幅扩张。日本10年国债收益率跌至负值，反映未来前景仍不乐观。

（2）私人财富缩水。

辜朝明在其著作《大衰退》中提到，地产和股票价格的下跌给日本带来的财富损失，达到1500万亿日元，相当于日本全国个人金融资产的总和，这个数字还相当于日本3年的GDP总和。而房地产比重无疑大于股票。

（3）企业资产负债表恶化。

房地产和土地是很多企业重要资产和抵押品，随着这些资产价格的暴跌，日本企业资产负债表出现明显恶化。企业为修复其恶化的资产负债表，不得不努力归还债务，1991年后尽管利率大幅下降，日本企业从外部募集资金却持续减少，到20世纪90年代中，日本企业从债券市场和银行净融入资金均转为负值。

（4）银行坏账大幅增加。

房地产价格大幅下跌和经济低迷使日本银行坏账大幅上升。1992~2003年间，日本先后有180家金融机构宣布破产倒闭。日本所有银行坏账数据，从1993年的12.8万亿日元上升至2000年的30.4万亿日元。

表6.2 1993~2000年日本所有商业银行的坏账数据（单位：万亿日元）

时间	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
坏账	12.8	13.6	12.5	28.5	21.8	29.8	29.6	30.4

资料来源：日本金融厅；《国际经济评论》

（5）政府债台高筑。

经济的持续衰退和政府的逆周期调控，使得日本政府债台高筑。1991年日本政府债务/GDP比率为48%，低于美国的61%、意大利的99%，略高于德国的39.5%，2014年，日本政府债务/GDP比率为230%，远高于美国的103%、德国的71.6%、意大利的132.5%等。

（6）国际地位下降。

1991年后，日本经济陷入停滞，和其他国家相对力量出现明显变化。以美元计价的GDP总量来看，1991~2014年间，日本累计增长30%，美国增长194%，中国增长26.3倍，德国增长114%。1991~2014年间，日美GDP之比从60%下降为26%，中国成为第二大经济体。

参考文献■

［1］日本政府，《关于金融自由化、日元国际化的现状与展望公告》，1985

［2］王宇（中国人民银行局），日本泡沫经济生成与破灭的故事，中国金融，2010

［3］辜朝明.大衰退［M］.东方出版社，2008

［4］日本金融厅，李众敏，国际经济评论，2008

第7章
中国香港与新加坡的房屋和土地问题及其政策的比较分析

黄友嘉 周文港

> 各个土地及房屋持份者，需要有协调后达成协议的积极意愿。否则，就算推出再多压抑楼价上涨的措施，不但还是会治标不治本，更会带来更多的后遗症——土地和房屋问题，从来都不只是一个产业或单纯的经济问题，而彻头彻尾就是民生和社会流动的问题。

中国香港和新加坡同为“亚洲四小龙”，很多时候都会被人比较，其原因是两地曾经同为英国“殖民地”，而且土地面积、人口、经济规模、产业分布和国际上的经济影响力等指标都曾经相似。房屋及土地问题方面，新加坡在1965年建国之初，李光耀为安定民心，一度访港向当年的香港公屋模式取经，最后发展为新加坡组屋，至今终令逾八成新加坡人自置居所、安居乐业。这种做法是青出于蓝，还是只是经济定位不一样？值得深思。

更值得我们加以思考的是，为什么两者曾经相似过，但社会效果会这么不一样？无论是中国香港还是新加坡的土地和房屋政策及其发展模式，毕竟还是华人社会中发展相对成熟的模式，研究分析当中重点，不但对两地未来的土地及房屋政策进一步完善有好处，更对内地不同地方有非常重要的借鉴意义，以降低“走错路”的成本。

以下会从下面六个方面，对中国香港、新加坡的土地和房屋问题做出比较分析：（1）土地及房屋方面的基本数字；（2）两地公屋／组屋、首次置业、私营市场、置业财政来源，及其他与房屋有关的政策；（3）政府卖地收入占公共财政的比率；（4）私人土地储备数字比较；（5）市区重建方式、障碍及成果；（6）两地在土地及房屋方面的突出问题。

1. 土地及房屋方面的基本数字比较

在总土地面积和人口数目方面，中国香港比新加坡分别多55.2%及32.1%。然而，新加坡的人口密度却达到每平方千米7759人，这表面说明了新加坡更拥挤。然而，土地开发比率方面，新加坡却远高于香港超过一倍，2010年时已经达到54%，这导致纵使新加坡的总土地面积和人口数目都少于香港，但其人均居住面积却能达到30.0平方米，这超过香港的一倍。再仔细分析两地的公私营房屋面积及其占当地整体土地比率（包括私人住宅、公营房屋及乡郊居所）：2013年新加坡已经达到100平方千米，占当地整体土地的14%；而2015年香港只有76平方千米，占当地整体土地的6.68%，见表7.1。

表7.1 中国香港与新加坡土地与房屋的基本数字

	中国香港	新加坡
总土地面积	1 108 平方千米	714 平方千米
人口	732 百万人(2015 年)	554 百万人(2015 年)
人口密度	每平方千米 6 606 人	每平方千米 7 759 人
土地开发比率	24.1%(2015 年)	54.0%(2010 年)
公私营房屋面积、占当地整体土地比率(包括私人住宅、公营房屋及乡郊居所)	76 平方千米(2015 年) 6.7%(2015 年)	100 平方千米(2013 年) 14.0%(2013 年)
人均居住面积	15.0 平方米	30.0 平方米
公营房屋占总房屋的比率(住户)	45.9% 其中:公屋 30.4%,居屋 14.5%	80.1%
自置居所比率(住户)	68.9%	90.8%

注:上述数字除用括号列明年份外,均是最新官方公布数字。

由于两地土地及房屋政策截然不同,两地公营房屋占总房屋的比率(住户)方面,新加坡已经超过80%而香港仅占45.9%;香港的45.9%当中,30.4%是租住的公屋,而14.5%是自置的居屋。更值得留意的是,两地的自置居所比率,新加坡是90.8%,而香港只有68.9%。

值得留意的是,据香港特区政府数据显示,全港土地共1108平方千米,其中只有76平方千米,即6.68%的土地是住宅用地。而且这76平方千米的住宅用地中,有35平方千米,即相关面积的46%是新界“丁屋”(三层楼,每层65平方米的乡郊式住宅)用地。由于丁屋全是低密度的居住单位,住不了多少人,换言之,目前绝大部分香港人是住在余下的41平方千米的土地上。如果人均居住面积再加入上述因素,绝大部分香港人的居住空间实际上低于上述人均居住面积数字。

香港居住空间的狭窄,是其他发达城市比较少有的。要知道,香港的人均GDP约4万美元,将之与人均居住面积和香港的经济发展指标

来比较的话，其实是不相称的。这种情况，可以说是香港的深层次矛盾根源之一。

2. 两地公屋/组屋、首次置业、私营市场、置业财政来源，及其他与房屋有关的政策比较

香港

公屋方面，之前提到，香港的公营房屋占总房屋的比率（住户）是45.9%，其中30.4%是租住的公屋。目前，香港特别行政区政府管辖的香港房屋委员会（房委会）及房屋署正管理超过160个公共屋村，而公屋单位的数目则约为782700个。截至2015年3月31日，约212万人（占全港人口约29%）居住于公屋单位。公屋租金介乎每月320~4260港元不等，平均月租约为1700港元，其目标是为草根阶层提供住屋。注 由于租金相宜，加上公共资源有限，一般申请者（即家庭和长者一人申请者）平均都需要超过三年才获首次编配单位，但这些机会都不一定能马上获得。截至2016年6月底，约有153000宗一般公屋申请，以及约135300宗配额及计分制下的非长者一人申请。一般申请者的平均轮候时间为4.1年。注 由于土地及房屋问题没有得到有效的解决，这个轮候时间将极可能不断增加。

政府资助首次置业措施方面，占总房屋比率14.5%的“居者有其屋（居屋）”，截至2015年3月31日，累计约有395600个居屋单位（其余是由香港房屋协会出售的“夹心阶层房屋”等）。居屋属资助出售单位，自置居所时只支付部分地价，因而有转让限制；有关业主如欲在公开市场出售其单位，必须先行向房委会缴付补价，以解除转让限制，补地价比率一般约为市价的30%~50%。由于只支付部分地价，因而在补地价前较私人楼宇便宜，有助首次置业的市民（当中往往是从公屋或一般租楼人士“上车”而成为有楼阶层）。2002~2011年期间，香

港特别行政区政府曾因为经济环境原因而停止兴建及出售居屋，香港一度失去公营资助首次置业的阶梯。这项举措，引发稳定市场和扰乱社会向上流动的两项争议，并导致今天香港楼市供求严重失衡的问题。

为响应社会加强公、居屋流动的要求，房委会曾于2013年推出“白表资格证明书”（“扩展居者有其屋计划第二市场至白表买家”）临时计划，让5000名符合白表资格的买家购买未缴付补价的资助出售单位。首轮临时计划于2015年4月结束时，共发出2411封“提名信”供符合公营资助首次置业资格者购买居屋。2015年下半年，再推出多一轮临时计划，并将配额订为2500个。由于存在补地价问题，加上近年因楼价屡创新高，而造成补地价后的居屋可能比附近私楼还要贵的情况，因而出现原本持有“白表资格证明书”的人士不做首置选择的情况。这些方面，令香港特别行政区政府采取更多的协助自置措施变得更为困难。

私人楼宇方面，截至2015年3月底，香港有约150万个私人住宅单位。2011年人口普查数据显示，其中约60.1%没有按揭负担，其余都会选择按揭作为置业的财政来源。有关按揭贷款措施方面，一般私人楼宇都需要执行香港金融管理局就物业按揭贷款业务向银行发出的指引，以避免银行过度借贷。现时措施包括：（1）价值700万港元以下自用住宅物业的最高按揭成数只有六成。（2）第二套自用住宅物业的“供款与入息比率”上限，更只有四成；在利率压力测试下的上限亦只有五成。（3）各类非自用物业按揭贷款，包括住宅物业、工商物业及车位按揭贷款的“供款与入息比率”上限，只有四成；在利率压力测试下的上限，只有五成。[注]然而，在居屋方面，由于居委会有九成按揭保证，一般可获银行批出九成按揭而无须缴交额外费用，如按揭保险费用。

新加坡

值得新加坡引以为傲的组屋，自1960年成立以来，已经由新加坡建屋发展局（Housing and Development Board）兴建超过90万个公共房屋单位，为超过80%的当地人民提供住所。这些公共房屋的居民当中，现时约有95%是自住业主，5%为公屋租户。自1964年起，建屋局一直通过居者有其屋计划以低于市价出售预购组屋单位，契约期为99年。获选的申请人须等候3~4年，待组屋预购项目落成后，才可拥有属于自己的新单位。目前，预购组屋单位包括2房单位（面积约45平方米）、3房单位（楼面面积介乎60~65平方米）、4房单位（面积约90平方米）及5房单位（面积约110平方米）。而另外5%公屋租户中，主要是每月住户收入不超过1500新加坡元的家庭，他们会获提供：（1）楼面面积介乎23~33平方米的1房单位；或（2）面积约45平方米并有1个客厅及1个睡房的两房单位。注

新加坡的房地产中，另有不足总数20%的是执行共管公寓及共管公寓。其中，执行共管公寓基本上是私人物业与组屋的混合体；这些单位于1997年推出，以迎合有能力负担价格高于组屋的房屋，但又未能负担私人楼宇的新加坡人的需要。执行共管公寓由私人发展商兴建及销售，公寓的设计和设施跟私人楼宇相若。而另外一种就是共管公寓，即一般私宅。

为协助市民自置居所，新加坡政府准许国人使用包括中央公积金（公积金）购置居所、建屋局房屋贷款（Housing and Development Board Housing Loan）及中央公积金购屋津贴（Central Provident Fund Housing Grant）去置业。除了中央公积金购屋津贴外，新加坡政府亦向首次置业的低收入住户提供额外中央公积金购屋津贴（Additional Central Provident Fund Housing Grant）及特别中央公积金购屋津贴（Special Central Provident Fund Housing Grant），供该等住户购置居所之用。额外中央公积金购屋津贴的最高津贴可达40000新加坡元（248400港元）。

香港及新加坡公、私营房屋的异同总结如表7.2：

表7.2 香港及新加坡的公、私营房屋的异同

		香港	新加坡
公营	申请资格	居屋只供18岁以上的永久性居民申请。	如21～34岁人士申请购买组屋，必须以家庭为申请单位，而每个家庭必须有2名新加坡公民； 如单身人士申请购买组屋，必须年满35岁。
	申请次数	一生只有一次机会。	一生有两次机会，但只能同时拥有一间组屋。
	转售限制	首次发售第3年，才能转售给以公屋居民为主的绿表申请人及以夹心阶层为主的白表申请人。 往后如要自由买卖，必须向房委会补地价。	住满5年后可以在组屋二手市场自由买卖，但非新加坡公民不能购买。
	入息上限	“出售居屋单位2016”的家庭申请者的入息限额定为每月49 000港元，资产限额则定为170万港元。 一人申请者的入息及资产限额定为家庭申请者的一半，即分别为24 500港元及85万港元。	申请组屋的家庭每月入息上限为1万新元。
	其他	持有私人物业人士无法申请居屋。	持有私人物业人士无法申请组屋。
私营	部分税务安排	“从价印花税”的税率由100港元至成交价的8.5%不等； 如2年或3年内出售物业，需另行支付“额外印花税”，税率由成交价的5%～20%不等； 如非香港永久性居民，需另行支付“买家印花税”，税率是成交价的15%。	如4年内出售物业，需另行支付“印花税”，税率由成交价的4%～16%不等； 如非新加坡公民，需另行支付“海外买家税”，税率是成交价的15%，以及3%印花税。
	其他	部分独立屋只供新加坡公民购买。	

3. 政府卖地收入占公共财政的比率

香港

政府卖地收入占公共财政的比率方面，地价收入占香港公共财政收入的第2位；过去6年来，都在20%之下，介乎13.4%~19.3%，近3年已经逐渐下降。地价收入的比例这么重，主要原因在于香港税基狭窄，可谓别无他法；但如果要开拓新税种，政治压力又会很大。加上香港的土地、房屋项目涉及不同行业利益、业主利益，在开拓新支柱产业及新税种之前，暂时难以改变地价在香港公共财政收入中的主要位置(表7.3)。

表7.3 香港卖地收入比例

财年	2010～2011年	2011～2012年	2012～2013年	2013～2014年	2014～2015年	2015～2016年
地价收入(亿港元)	655.45	846.44	695.63	842.55	778.04	670.00
政府收入总额(亿港元)	3 764.81	4 377.23	4 421.50	4 553.46	4 786.68	4 983.00
比例(%)	17.4	19.3	15.7	18.5	16.3	13.4

再细看一下地价收入对香港公共财政的重要性，必先了解到香港特别行政区政府的账目是分为经营账目(Operating Account)和资本账目(Capital Account)。经营账目中有关土地和房屋的，包括印花税、差饷和物业税，其中印花税约占总印花税的一半，差饷和物业税分别排第2及第3。资本账目下的资本收入主要是地价收入，地价收入来自政府卖地收入和补地价收益。资本账目下的开支是基本工程开支，基本工程建设包括交通运输基建、学校、医院，及其他公共设施，但不包括社福设施（由奖券基金支付）和公共房屋建设（由房委会负责）。1982年港英政府经立法局设立基本工程储备基金，自此每年地价收入及基本工程开支都归入此储备基金。基本工程储备基金内的地

价收入及基本工程开支，占了资本账目下的收入和开支的绝大部分。以2013~2014年度为例，资本账目的开支略多于收入。(注)(表7.4)

表7.4 香港公共财政首四大收入来源的比例

财年	2010～2011年	2011～2012年	2012～2013年	2013～2014年	2014～2015年	2015～2016年
利得税（亿港元）	932	1 186	1 256	1 209	1 378	1 381
比例(%)	24.8%	27.1%	28.4%	26.6%	28.8%	27.7%
地价收入（亿港元）	376	438	442	455	498	670
比例(%)	17.4%	19.3%	15.7%	18.5%	16.3%	13.4%
薪俸税（亿港元）	443	518	505	556	593	605
比例(%)	11.8%	11.8%	12.0%	12.2%	12.4%	12.1%
印花税（亿港元）	510	444	429	415	745	500
比例(%)	13.5%	10.1%	9.7%	9.1%	15.6%	10%

资料来源：香港统计年刊(2015)

新加坡

新加坡的地价收入，并不放入政府的经常性收入项目内，而是放入国家的储备，用作长远投资。有关土地储备的投资收入，才会放入经常性收入项目当中。值得留意的是，由于新加坡政府将手上接近九成的土地储备用来兴建组屋，卖地收入本身已经受到很大局限。因此，新加坡高收入人士的个人所得税税率比香港高四成以上，亦须征收消费税，以维持公共财政的健康发展，以及用以补贴售价便宜的组屋。

表7.5 新加坡卖地收入比例

年份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
地价收入(亿新加坡元)	144.96	190.88	183.61	173.32	148.91
政府收入总额(亿新加坡元) (一般政府收入加投资收益及卖地收益)	697.94	813.20	813.68	823.00	848.99
比例(%)	20.8	23.5	22.6	21.1	17.5

资料来源：新加坡政府财政预算(2012~2016)，
http: //www.singaporebudget.gov.sg/budget_2012-2016

表7.6 新加坡公共财政前三大收入来源的比例

年份	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
利得税(亿新加坡元)	10.67	120.96	128.21	126.80	133.72
比例(%)	23.2	23.7	23.0	22.2	22.0
消费税(亿新加坡元)	81.98	86.87	90.38	95.13	102.15
比例(%)	17.8	17.0	16.2	16.7	16.8
薪俸税(亿新加坡元)	64.70	68.71	77.14	76.88	89.27
比例(%)	14.1	13.5	13.8	13.5	14.7
政府总收入(亿新加坡元)	460.60	510.77	558.15	570.20	608.38

资料来源：
http: //www.tablebuilder.singstat.gov.sg/publicfacing/selectVariables.action

4. 私人土地储备数字比较

香港

香港四大地产发展商自行公布的土地储蓄数字显示，2011~2015年，拥有最多土地储蓄的是恒基，达4.8万平方米，地点分布在古洞北、粉岭北、坪鲞、打鼓岭、元朗南、锦田南及八乡等。新鸿基地产排第2位，累积农地储备279万平方米。长江实业地产则有124万平方米，而新世界则是170万平方米。

由此可见，香港其实有不少的土地是在私人开发商的手里。这对政府的土地及房屋政策有什么影响呢？主要有两方面。一方面，香港的土地开发比率这么低，如果政府拆墙松绑加快推地，政府还是有土地可以去卖的，所以政府还是有一定的主动权。然而，如果政府需要发展一大片土地至开发新市镇的规模的话，往往会牵涉不少私人拥有土地，政府要是坚持把这些地拿来综合开发的话，要么就是要去收地，要去讨价还价，要么还是把这个开发权留给发展商，但还是要和政府讨价还价去谈土地价钱。这些都牵涉极其复杂的利益和政治问题，不是短时间可以解决。此外，其根源更涉及港英年代留下来的复杂而过时的程序问题（下文将会另行分析）。可以说，这是香港特别行政区政府往往说难以很快找到“熟地”的主因之一。

新加坡

刚才一直强调，新加坡政府在建国之初已设定自己可以拥有极强的调控土地及房屋的能力。1966年，新加坡政府颁布《土地征用法令》，规定政府有权征用私人土地，以保证组屋所需用地。而组屋买卖只限于地上物的使用权，土地都是属于政府所有。此外，新加坡土地分为国有和个人所有两种；其中，国有占土地总数约85%，这亦包含了新加坡政府在20世纪60年代中期至20世纪80年代初期展开大量填海工程的因素。单是《土地征用法令》和上下一心的填海“动力”，已经是中国香港目前无法媲美的事。

5. 市区重建方式、成果及障碍的比较

通过市区重建来增加土地及房屋供应，以及促进城市更新，是两地政府都积极推动的事。

香港

由于香港大部分私人住宅楼宇都是建于20世纪70年代至80年代（约占本港私人住宅楼宇总存量约114万个单位中的40%），随着这些楼宇的楼龄日增，重建的需要难免增加。由于需要集合零散的业权，而且在发展过程中需时时进行规划程序、土地交易及建造工程，重建现有住宅楼宇往往需时甚长。虽然楼宇重建后最终应可增加房屋供应，但须长期安置受影响的住户，实际上会带来额外的房屋用地需求。因楼宇重建的需要与日俱增，对额外房屋用地的需求亦会大量增加。

香港的市区重建局（市建局）在2001年5月成立，负责在香港较旧的市区实行、推动、推广和促进有关的更新工作。市建局成立以来，截至2014~2015年完结时，市建局已直接或通过与香港房屋协会（房协）合作，开展了57个重建项目（其中7个包含保育元素）及3个保育暨活化项目，并接手市建局成立前身的土地发展公司已开展的10个重建项目。这些项目在完成后改善了约37000人的居住条件，并释放市区约22.4万平方米的“棕地”[注]作更佳的土地用途。目前，市建局主要采取三管齐下的方法进行重建：自行提出开展重建项目；推行由业主提出的“需求主导”重建项目；以及通过协助业主集合业权进行重建。[注]

重建之外，2014~2015年起市建局与政府和房协合作，推行“楼宇更新大行动”，目的是为做好楼宇安全工作及减少市区重建的迫切压力。截至2015年3月底，市建局已协助1260幢楼宇合共约48500个单位进行复修。[注]

新加坡

由于新加坡在建国之初以集中兴建组屋为主，楼宇的重建和失修问题主要还是在组屋中出现；新加坡政府在促成私人楼宇重建时，主要采取撤销租金管制、集体出售及豁免楼宇补价三项措施。

过去，新加坡政府在续签租约时，会同时征收土地补价及楼宇补价，此举削弱了业主在租约临近届满前维修或重建地盘的积极性。自2008年9月，包括住宅楼宇在内的各类建筑物均获豁免缴付楼宇补价，这样增加了业主自行维修旧屋的动机。注

6. 两地在土地及房屋方面的突出问题及解决方法

香港

近十年间，尽管香港的人口和住户数目持续上升，而香港经济亦自2004年开始复苏，香港通过填海及土地平整新增的可发展土地面积以及各类物业供应却大幅放缓。土地不足造成租金及价格上升，促使房屋、写字楼、商业及工业楼面的空置率更见低企。以私人住宅单位为例，截至2015年底，空置的数目只有约42040个单位，相当于3.7%的空置率，为1997年以来最低。新落成住宅单位供应量方面，更由2004年的约47000个单位，缩减至2017年预测落成量17930个单位。注

纵使香港特别行政区政府在2015年12月宣布把未来十年（即2016~2026年）的总房屋供应目标调整为46万个单位，而公营房屋将会占六成（即28万个单位），私营房屋则占四成（即18万个单位）。由于土地供应持续短缺，要达致该建屋目标，对政府及社会来说无疑是一大挑战。鉴于过去10年土地发展大幅放缓，我们必须全力追加土地供应，以满足香港社会的住屋需求。此外，扩展住屋之余，我们需要更多土地以提供相关所需基建、公共设施、休憩用地，以及政府、小区和康乐设施等，以供香港市民，特别是有新房屋供应地区的人口使用。注

值得留意的是，根据香港政府统计处的最新推算，香港的人口在2014~2043年间会由724万人增至822万人，即增加约98万人（约14%或

每年0.4%）。同时，预测香港的家庭住户数目在2014~2044年间会有更大幅增长，由约243万户增至约293万户，即增加约50万户（约20%或每年0.6%）。[注]因此，香港必须大力增加土地供应，以响应社会的强大住屋需求，化解因挤迫及住屋环境恶劣所造成的社会矛盾。

从上述的数字可知，香港已开发的地方真是不多，这不单是住屋的问题，而是整个社会、小区内很多的经济和商业活动的发展其实都需要土地。土地欠缺规划，就会影响到我们整个经济社会的发展。例如，香港没有太多的货仓，货仓租金因而太贵、没有竞争力，所以这个行业无法发展上来。另外，香港会展业务本来做得非常好，在世界上可以说是龙头地位，在亚洲肯定是第一。但就因为一直没有办法扩展我们的会展中心，多年来令我们失去很多商机。

与新加坡比较，香港的土地及房屋问题因何发展至这个严重地步？

填海方面，鉴于港英政府于1994年4月通过的《保护海港条例》的实施及限制，维港范围填海造地被完全禁止。香港东部水域亦因有地质公园及被称为“香港后花园”的西贡海而不能发展；而西部水域同样也有高生态价值的后海湾湿地及大屿山海洋生态活动而难以全面开发。[注]2000~2013年间，香港通过填海产生的土地只有570万平方米，相当于每年平均40多万平方米，[注]然而有关填海土地多数不是用于住宅用途。香港特别行政区政府纵使新近想推动不同的填海计划（包括欣澳、龙鼓滩、小蚝湾、青衣西南、马料水和中部水域人工岛等），但却遭到部分立法会议员、保育及主张本土的团体大力反对及阻挠。

此外，香港开拓较大型土地作发展之前，一般需要进行规划及工程研究，加上城市规划程序中的变更土地用途等其他法定及所需程序，整个土地开发流程动辄需时11~14年。即使是在个别地区或用地进

行较小规模土地开发，也须进行技术评估、相关规划及其他发展流程，以及提供所需的支持基建设施。[注]

在开发土地过程中，区议会、当地小区、居民和相关持份者只将自己的利益放在比较重要的位置，从而反对在自己所在的地区兴建新楼宇。如社会认同香港市民有迫切的住屋需要，特别是需要照顾正在轮候公屋或现时住屋环境亟待改善的市民，整个社会就必须做出取舍。

整个香港的土地和房屋情况是，在人口及户数持续增加而土地供应持续受制于不同因素的情况下，香港要与新加坡的人均居住面积看齐，如一切条件不变的情况下，恐怕未来50年都难以做到。

综合香港社会各界不同的意见与香港可增加发展土地的发展密度。香港特别行政区政府曾建议，在规划条件许可的情况下，容许个别房屋用地增加发展密度最多两成，以及在合理和可接受的情况下，放宽特定地区的发展限制。[注]

此外，政府可以推出加快现有土地上的重建，主要包括加快推展铁路物业发展项目及市区重建计划，简化发展程序及引入新措施，例如“补地价仲裁先导计划”，以便利私人发展或重建计划。[注]

发展新市镇和推动大型土地开发项目，是大规模觅地的不二法门。例如，在加快相关法定程序和取得各利益持份者的共识下，推动新发展区及新市镇扩展区的综合发展计划，如古洞北和粉岭北新发展区、东涌新市镇扩展、洪水桥新发展区等。同时，把新界乡郊的大片棕地及寮屋区，改作高密度发展用途，当中包括住宅或产业发展用途。上述办法是大幅增加香港土地开发比率的最有效办法。

除了政府希望探讨可发展土地的新来源，包括在维港以外填海、发展岩洞，以及大力发展大屿山外，政府及相关持份者亦需要积极研

究提高土地效益的可能性，如新界“乡村式发展”地带中的小型屋宇（又称“丁屋”），是否可以迈向多层大厦式发展。

现时，很多地产商保有大量土地储备不发展，其中一个重要原因是补地价问题。特别行政区政府可以考虑香港一个智库的主张，即增加计算补地价机制的透明度，令不同的计算参数（例如预测未来建筑成本、估算市场营销成本、清拆现存建筑物和平整地盘成本的参考基准等）能较准确地反映市场的最新情况和趋势，以加快达成契约修订和换地交易协议[注]，从而尽快将“生地”变为“熟地”。

新加坡

新加坡在土地及房屋方面所面对的挑战，比之香港更为复杂，可分为对外关系、成本控制和环境三方面。

对外关系方面，新加坡积极填海造地，一直引起邻国马来西亚和印度尼西亚的强烈反对，因为这会令邻国领海缩小，亦有影响两国的船只航行、海域水质和海洋生态环境的可能。新加坡自20世纪70年代起，一直要就填海引起的边界争议与印度尼西亚谈判，至今仍未停止。另一方面，新加坡德光岛的填海工程，一度令新加坡和马来西亚闹上国际法庭。最终法庭判定新加坡可以继续填海，但双方须联合成立专家组，在一年内调查填海工程对马来西亚的影响。为避开有关争议的加剧，新加坡的填海地带，均位处较能避开边界争议的南部水域。[注]

成本控制方面，新加坡虽然能够通过输入廉价外劳来降低建筑成本，但工料的价格却不断攀升。加上新加坡缺乏天然资源，填海及建筑物料都需要由他国进口。然而，出于政治和生态的考虑，马来西亚及印度尼西亚分别在1997年及2007年取消了对新加坡的砂石出口，令新加坡将收购填料的目标转移到东南亚的柬埔寨、越南、缅甸等地，

但恐怕有关国家亦会在不久的将来以同样理由拒绝出口，令新加坡在填海造地及兴建楼宇方面遇到越来越多的困难。[注]

环境方面，有海洋专家称，新加坡填海工程已制造了严重的沉砂堆积，令水质浑浊，并令当地约七成珊瑚礁处于退化状态。有中国香港环保团体也指出，因为过度填海，新加坡南部水域的海豚，在过去数十年已逐渐消失。[注]

在增加土地开发比率及促进土地效益的办法上，新加坡可谓位于全球前列。新加坡政府在《土地规划书》中提出扩大地下空间，作为工业和商业用途。如果把主干道路和高速公路转移到地下，将可腾出地面空间，可望改善居住环境，以及减少对填海的依赖。

此外，新加坡政府亦正在建造裕廊岛地下储油库，以新开发的海底空间腾出60万平方米土地。同时，亦以滨海湾浮动舞台，作为休闲、体育和小区用途。由此可见，新加坡政府和新加坡人均视土地及房屋政策为他们的生存之本，这种上下一心的观念，尤其值得中国香港借鉴。

总结

从中国香港及新加坡的土地及住房政策的各方面比较可见，由于新加坡政府对土地及房屋政策非常重视，甚至视为国家存亡之本，加上能够凝聚国人改善居住环境的共识，因而在土地开发比率、人均居住面积、自置居所比率等都要比中国香港好得多。再加上物业的融资、按揭机制都比较完善，住屋问题因而解决得比较好。

值得香港市民留意的是，从土地开发比率、人均居住面积，以及公私营房屋面积及其占当地整体土地比率等方面可见，香港都有很多的改善空间，关键在于改良落后的土地及房屋制度，以及各个土地及房屋持有者都需要有协调后达成协议的积极意愿。否则，就算特区政

府推出再多压抑楼价上涨的措施，不但还是会治标不治本，更会带来更多的后遗症。此外，填海受到不同法例和措施的阻碍。填海可以说是解决香港市民最关心的增加土地和房屋供应诉求的主要途径之一。关心香港市民利益的各个持份者，需要尽快展现心力和智力，克服有关困难，为香港市民寻找出路。

土地和房屋问题，从来都不只是一个产业或单纯的经济问题，而彻头彻尾就是民生和社会流动的问题，是安居乐业、增加社会凝聚力的最关键环节。

---

1. 资料来源：《香港便览：房屋》，香港特别行政区政府网页：http：//www.gov.hk/tc/about/abouthk/factsheets/docs/housing.pdf（浏览日期：2016年5月1日）。
2. 资料来源：《公屋申请数目和平均轮候时间》，香港房屋委员会及房屋署网页：https：//www.housingauthority.gov.hk/tc/about-us/publications-and-statistics/prh-applications-average-waiting-time/（浏览日期：2016年8月11日）。
3. 资料来源：《新闻稿：按揭贷款的审慎监管措施》，香港金融管理局网页：http：//www.hkma.gov.hk/chi/key-information/press-releases/2015/20150227-8.shtml（浏览日期：2016年5月1日）。
4. 资料来源：《资料摘要：新加坡的公共房屋》，香港立法会秘书处网页：http：//www.legco.gov.hk/yr12-13/chinese/sec/library/1213in26-c.pdf（浏览日期：2016年5月1日）。
5. 廖柏伟、林洁珍：《地价收入与政府财政：政府可否增加经常开支？》，香港中文大学全球经济及金融研究所研究专论第十九（一）号，香港中文大学全球经济及金融研究所网页：http：//www.igef.cuhk.edu.hk/igef_media/working-paper/IGEF/igef%20working%20paper%20no.%2019.1%20chinese%20version.pdf（浏览日期：2016年5月1日）
6. 香港的“棕地”，一般指位于新界乡郊地区的农地，特别是相对平坦及较容易到达的地区。这些地区一直充斥各式各样的工业活动，例如露天贮物、港口后勤设施、工业工场、物流作业、回收场、建造机械及物料贮存等，大多是不配合周围环境的工业活动。征引自香港立法会网页：http：//www.legco.gov.hk/research-publications/chinese/essentials-1415ise10-brownfield-development.htm（浏览日期：2016年5月1日）。

7. 《立法会发展事务委员会2015年6月23日会议讨论文件CB(1)987/14-15(03)：市区重建局的工作》，征引自香港立法会网页：http：//www.legco.gov.hk/yr14-15/chinese/panels/dev/papers/dev20150623cb1-987-3-c.pdf（浏览日期：2016年5月1日）。

8. 同上。

9. 《立法会发展事务委员会2015年6月23日会议讨论文件CB(1)987/14-15(03)：市区重建局的工作》，征引自香港立法会网页：http：//www.legco.gov.hk/yr14-15/chinese/panels/dev/papers/dev20150623cb1-987-3-c.pdf（浏览日期：2016年5月1日）。

10. 《香港物业报告2016初步统计数字》，差饷物业估价署网页：http：//www.rvd.gov.hk/doc/tc/2016_Preliminary_Findings_Chi.pdf（浏览日期：2016年5月1日）。

11. 《立法会发展事务委员会2016年1月26日会议资料文件CB(1)452/15-16(04)：土地供应概况》，征引自香港立法会网页：http：//www.legco.gov.hk/yr15-16/chinese/panels/dev/papers/dev20160126cb1-452-4-c.pdf（浏览日期：2016年5月1日）。

12. 同上。

13. 郭伟强：《紫荆观点：香港住宅供应一地难觅的症结所在》，紫荆网，http：//www.zijing.org/2015/1002/655169.shtml（浏览日期：2016年5月1日）。

14. 《立法会发展事务委员会2016年1月26日会议资料文件CB(1)452/15-16(04)：土地供应概况》，征引自香港立法会网页：http：//www.legco.gov.hk/yr15-16/chinese/panels/dev/papers/dev20160126cb1-452-4-c.pdf（浏览日期：2016年5月1日）。

15. 同上。

16. 见《立法会发展事务委员会2016年1月26日会议资料文件CB(1)452/15-16(D4)：土地供应概况》。

17. 《局长随笔：补地价仲裁先道计划》，香港特区发展局网页：http：//www.devb.gov.hk/tc/home/my_blog/index_id_96.html（浏览日期：2016年5月1日）。

18. 团结香港基金会：《地尽其辟，百堵皆兴；屋尽其利，万家受惠》，团结香港基金会网页：http：//ourhkfoundation.org.hk/sites/default/files/media/pdf/LanHse_full_report_cht.pdf（浏览日期：2016年5月1日）。

19. 智经研究中心：《填出个未来》，智经研究中心网页：http：//www.bauhinia.org/new_bauhinia/index.php/zh-HK/analyses/48（浏览日期：2016年5月1日）。

20. 同上。

21. 同上。

第8章
为什么新加坡能，中国香港不能

何泺生

今天的中国香港已没有可能走新加坡那一套。香港的公共房屋开宗明义是为经济条件较低的市民解决基本住屋的问题。要住得更好，市民要凭自己的能力付上市场的价钱。

在居住环境和自置居所方面，香港人非常羡慕新加坡人。新加坡人差不多十居其九拥有自置居所，而且居住空间普遍比香港人大余倍。香港人狭小的居住空间却要花上10多年的家庭总收入才能购入。虽然近半人口可住廉租的公共屋村或比私楼便宜的居屋，论居住品质，无论公屋或居屋都难与新加坡的组屋比拟。香港人实在感到不是味儿，亦难免感到困惑。

要破解这疑团，我们先要明白新加坡自立国以来不断填海造地。20世纪60年代新加坡面积仅得581.5平方千米。2015年总面积已增至719.1平方千米。新加坡保育地不足10%。相反，香港近年由于保育意识高涨，本已指定用作郊野公园的、约占全港面积四成的保育地不但没有随人口上升而下降，更反而出现上升的情况。保护海港协会大力推动的《保护海港条例》1997年4月获立法局通过成为法例，1997年6月30日开始生效。自此除了重大原因维港已不能填海。即使维港外要填海造地亦要面对保育人士巨大的阻力。图8.1显示近年来新发展土地面积大降。

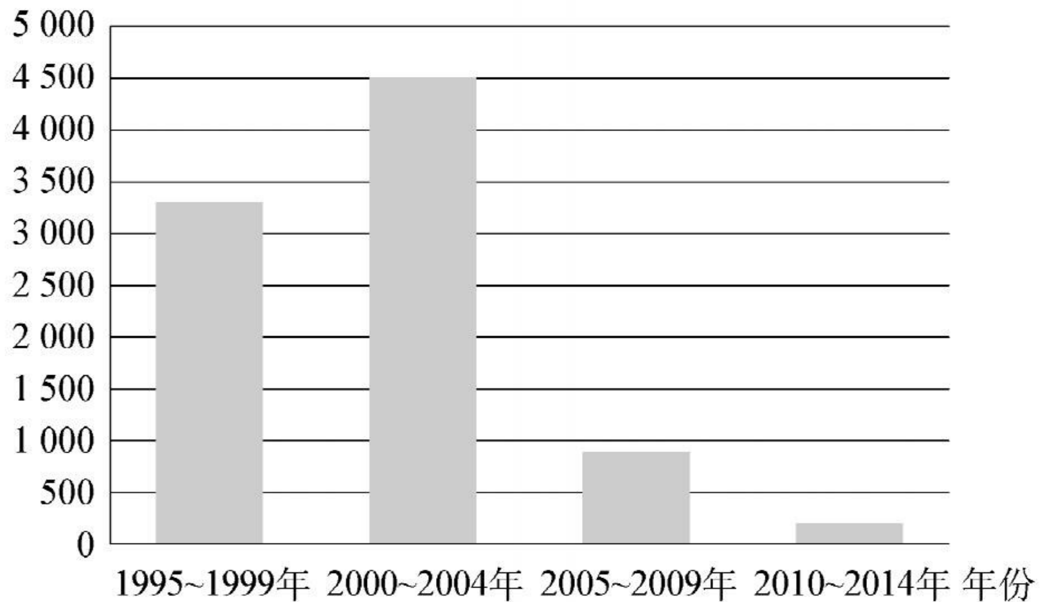


图8.1 香港不同时段已发展土地增长

注：由于量度方法有变，已发展土地只包括住宅、商业、工业、政府/机构、休息、运输用地。

资料来源：政府统计处

香港总面积1104平方千米中，用作住屋的土地仅得7%，即约77平方千米。相比，新加坡719平方千米中，近半用作住房用途，估计逾300平方千米。除了郊野公园的约占全港四成面积的土地，香港还有约占三成的绿化带和农地。原则上这些土地可供发展，但发展要通过很多关卡，包括公众咨询和城规会。网上有如下的报道可印证个中难度(注)：

拖拉超过二十年，由恒地和澳门前赌王傅老榕家族合作的南生围发展项目，周五再到城规会闯关，规划署表明不支持，预料申请很大机会被拒绝。渔护署指，发展商的计划虽然直接补偿到湿地范围的面积损失，但兴建二十几层高住宅大厦造成的噪音，以及兴建接驳桥梁，仍会间接影响南生围的生态。城规会咨询期间，收到四千多份意见，几乎全部反对，只有六份赞成。项目顾问温文仪强调，发展计划对保育湿地有好处，继续荒废会令湿地

消失。世界自然基金会指，南生围有芦苇丛和荒废渔塘等多样化生态环境，有不少候鸟栖息，认为发展商提出的补偿措施，不能补偿现有生态功能。发展商申请实际用作发展的面积，减少至11.6公顷，占南生围地盘的一成，其余为湿地保育区，但发展密度大大提高，建议兴建29幢，约20层高的大楼，及140幢别墅，提供2500个住宅单位。

显然，香港为保育付出了巨大的成本。即使香港开发多一倍的房屋用地，香港的房屋用地仍远低于新加坡。政府提出要开发新界东北为新市镇，面对阻力重重,然而扣除绿化带后，实质发展土地亦只有320~330公顷，即不逾3.3平方千米。

除了保育原因引致香港屋地少外，新加坡胜于香港的,还有其政府早于立国前已经有一个让人民安居乐业、拥有自己居所的愿景(见图8.2)。香港最初搞公共房屋，却是环境造成的。1953年圣诞节九龙石硖尾木屋区发生大火导致5万多名灾民无家可归。香港政府遂兴建简陋的徙置大厦，给灾民一个临时安身之所。此后香港陆续兴建更多的廉租公屋，供置业的居屋要待1978年才出现。

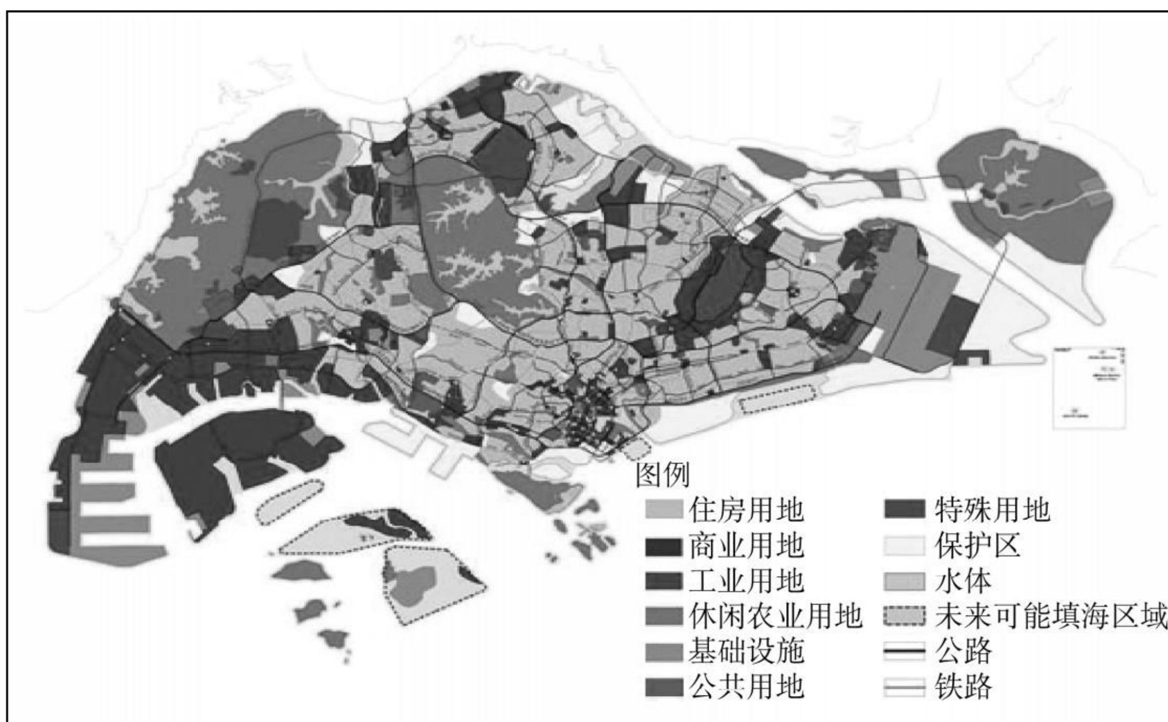


图8.2 新加坡土地用途规划图

资料来源：新加坡国家发展部，http：//www.mnd.gov.sg/landuseplan/

1978年开始推出的“居者有其屋”计划，因为房价里面所含地价没有缴足，售价普遍低市价约三成，有利公屋居民购买。若有公屋居民购买居屋，其腾出的公屋单位便可供轮候册上的市民租用。居屋没有交地价的部分，其实仍然为香港政府拥有，往后若业主要把这个房子卖掉，未缴的地价要按当时市价先向政府补回，是以涨价部分也要还给政府。所以从这个角度去看，虽然居屋在买入的时候是便宜了，只要买家补回地价，纳税人实际上并没有给他任何补贴。但是业主若是长期自住，他仍确可安居乐业，廉价购入居所之后，只要自住便不用补回地价。

从政策的角度看，居屋政策的设计极具成本效益。首先，牵涉的补贴不多，却能给市民创造置业的机会，并加快让公屋轮候册人士上楼。其次，居屋不但不会抢走私楼发展商的生意，还有助于市民储起

置业为私楼业主的购买力。居屋业主无惧加租，容易储钱。加快轮候册人士上楼也可让他们更易储钱。

由于历史上新加坡和香港的楼市发展很不同，今天香港已没有可能走新加坡那一套。香港的公共房屋开宗明义是为经济条件较低的市民解决基本住屋的问题。要住得更好，市民要凭自己的能力付上市场的价钱。政府给市场留下最大的空间，不会与民争利。因此公屋的设计纯以解决基本需要为主。居屋虽质量较佳，却绝不豪华，面积也不会很大。相反，新加坡为绝大部分新加坡人解决长远的居住问题，留给市场的空间很小。新加坡的建屋发展局（Housing and Development Board）提供的房屋，从比较基本的一房两房，到行政级的寓所都有，最近还有一个跨代的，给两代人同住的组屋。

虽然香港不可能走新加坡为全民建楼的路线,新加坡的房屋政策仍有值得借鉴的地方。我们不妨考虑“港式组屋”。笔者建议的“港式组屋”以永久居民和新婚或已婚人士为对象，并规定只卖给没持有任何物业的人士。转售对象要限于首次置业的港人，但无须设等候期，即随时可以转卖。单位设计为上车楼盘，实用面积不多于40平方米。单位只供自主，不得租出。业主在持有“港式组屋”期间不得拥有任何其他物业。二手转售允许组屋业主因换楼而买卖，即是说虽然每人一生内可有一个购入“港式组屋”的机会，但如卖是为了换入另一组屋，是允许的。“港式组屋”的标准售价为全港住户年入息中位数的10倍。与入息挂钩的目的是减低市民对入息追不上屋价的忧虑。

笔者建议的“港式组屋”虽然廉价发售，却不用收入或资产审查，因此可省却不少行政费。有优厚经济条件的不会在意只是狭小和满足基本需要的单位元，何况炒卖获利机会不大又不容许拥有其他物业。

新加坡的组屋政策值得我们参考和借鉴，笔者却认为仿效新加坡推额外印花税却是不可取的。2010年10月特别行政区政府抄新加坡的

额印不但帮助不了市民置业，还激发了车盘价格的狂升。很多置业人士本拟换楼的，多少会恐换楼后三年内若需卖楼就要交沉重的额印,因而放弃换楼的想法。自从推出额印以来，小型单位价格跑赢大型单位，就是这个原因。额印外政府还先后推出买第二个或以上单位人士缴交的双倍印花税和给境外买家或公司买家的买方印花税。这样做无形中把有能力的买家挡住，却把炽热的楼市留给能力薄弱的人士买入热烘烘的“热煎堆”，让他们承受高价接货的风险。

我也顺带报告一个值得关注的发现，我们的统计模型发现：房价对政府的财政收入影响非常大。虽然卖地收入所占的比重通常只是百分之十几，不算很大，但特别行政区政府很多其他收入也跟土地价格相关，包括利得税、差饷、印花税，甚至地产经纪和律师的个人入息税等等。所以房地产市场下滑的时候，政府的财政收入就会下跌。笔者早于1998年3月24日在《南华早报》的一篇文章中已经预测到政府即将面对巨大的财政赤字，结果连年赤字的日子果然不远。

最后要提的是：对新加坡而言，额印的负面影响非常小，因为首次置业基本上都是组屋。在新加坡没有基层的首次置业人士要买私营部门的二手楼。我们抄新加坡，没有了解到香港的情况跟新加坡不同，可能出现意想不到的结果。

参考文献■

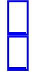
Ho, Lok Sang (1998) Policy Blunder of the Century, South China Morning Post, March 24.

Ho, Lok Sang(2011), How a misguided housing policy can cause a deep recession: the case of Hong Kong, Public Policy and the Public Interest. Routledge, Chapter 14.

Ho, Lok Sang and Gary Wong (2008), The Nexus between Housing and the Macro Economy: The Hong Kong Case, 13: 2.

---

1. 《南生围发展项目顾问指继续荒废会令湿地消失》，https：//hk.news.yahoo.com/%E5%8D%97%E7%94%9F%E5%9C%8D%E7%99%BC%E5%B1%95%E9%A0%85%E7%9B%AE%E9%A1%A7%E5%95%8F%E6%8C%87%E7%B9%BC%E7%BA%8C%E8%8D%92%E5%BB%A2%E6%9C%83%E4%BB%A4%E6%BF%95%E5%9C%B0%E6%B6%88%E5%A4%B1-111400825.html。



第三篇
中国房地产与城市发展中的问题、原因及影响

第9章
房地产高库存的规模测算与风险评估

陈杰

> 高库存说到底是投资失败，投资失败就要受到惩罚。不受惩罚就想逃过市场规律的作用，是不可能的。房地产高库存确实带来很大挑战，但政府对此不必过于恐慌，毕竟目前总体风险还在可控范围内。

近期中国部分一线城市楼市出现狂飙行情，但从全国层面看，房地产高库存仍然是经济稳定和金融安全的重大严峻威胁。2015年末中央经济工作会议将化解房地产库存列为“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大经济任务的第二位，把房地产去库存从企业层面、行业层面、城市层面一举提高到了关系举国经济安危的高度。虽然房地产库存的地域差别性大，但总体而言，房地产高库存确实是中国宏观经济在相当长一段时间内都将面临的最大风险之一，把化解房地产库存上升作为当前经济工作的重点任务之一也是必要和及时的。近期从中央和地方，纷纷出台了很多化解房地产库存的政策，虽然刺激了部分城市的强烈反弹行情，但全国总体形势并没有改观多少。要想对房地产高库存问题对症下药，首先需要对房地产库存的数量有准确评估，再对房地产高库存风险的影响做认真分析，并对房地产高库存的成因做细致解剖，在这个基础上才能提出科学合理有效的对策建议。

1. 房地产库存规模的评估

房地产库存规模可以从短期内的待售面积、中长期内的在建面积、所积压的资金和中长期的供需比等多个维度去评估。房地产库存本身的度量指标根据视角不同可以有多个，需要注意鉴别。具体如下。

首先，房地产库存短期看待售面积。目前待售面积居高不下，并呈现继续高速增长态势，销售增速反而在放慢。根据国家统计局数据，2015年末全国商品房待售面积7.18亿平方米（同比增长15.6%），相比2015年全国新建商品房销售面积12.85亿平方米（同比增长6.5%）而言，似乎比例并不算太高，只有55.88%，折算为去化周期是6.7个月。但要注意2015年商品房销售面积中只有3.17亿平方米为现房销售，剩下的9.68亿平方米为期房销售，而待售面积是专指已经竣工的现成房屋，这意味着待售房屋转为售出现房的去化周期要27个月，大大高于12个月的合理去化周期。而且更要注意，虽然在2015年多轮的楼市刺激政策下，全国商品房销售较2014年有明显升温，消化了不少库存，待售面积的增速也从2015年初的24%多逐步下降到年末的15%多，却仍然大大高于销售面积的增速，库存新增速度是去化速度的两倍多，显示后续库存压力还在持续增加。并且，2015年现房销售增速为9.8%，大大高于期房销售增速的5.5%，说明刺激的房地产需求主要集中在已建成的商品房，但消费者对后市新增供给有比较强的规避心态。此外，更要注意到，去化周期的计算是以待售面积与销售面积做比较，但销售面积自身的波动性很大，2015年的销售回升是在多个政策刺激之下才发生，在2016年宏观经济预期进一步低迷的背景下，销售面积能否达到2015年的高位水平具有很大的不确定性。如2015年第四季度，销售增速已经连续4个月出现环比回落，已经表明楼市反弹势头出现后续乏力。这些都说明房地产库存压力在短期内已经迫在眉睫，十分值得高度警惕。

其次，房地产库存的地区分布很不均衡。一线城市和部分二线城市库存压力不大，但大多数二线城市和广大三、四线城市库存压力非常大。在多轮组合式政策刺激下，2015年全国商品房市场有明显回暖，销售额为87280亿元（同比增长14.4%），其中商品住宅销售额为72753亿元（同比增长16.6%），双双创下历史最高纪录，同时商品房均价和商品住宅均价也双双创下历史新高，分别达到6793元/平方米和6472元/平方米，取得7.4%和9.1%的同比增长，一举扭转2014年楼市销售面积、销售额和单价全面负增长的颓势。但2015年全国楼市恢复性增长带有很多迷惑性假象，因为楼市本轮的增长主要来自东部地区，尤其是东部的热点城市。2015年东部地区商品房销售面积5.55亿平方米（同比增长13.3%），销售额增长49888亿元（同比增长23.1%），量价齐升，商品房均价上涨8.6%。东部一些主要热点城市都出现量价齐升的强烈势头，房价上涨幅度大于销售量的增长，房地产库存去化很快，面临补库存的压力。如2015年上海新建商品房销售面积增幅为16.6%(其中商品住宅增长12.8%)，而均价上涨幅度高达24.8%（其中商品住宅均价上涨31%！）；北京新建商品房销售面积增长只有4.98%（其中商品住宅还负增长1%），但均价上涨20.1%（其中商品住宅均价上涨20.7%）；深圳则呈现放量上涨的势头，虽然新建商品房销售面积增长56.1%（其中商品住宅增长57.5%），但均价涨幅仍然高达37.3%（其中商品住宅均价上涨40.0%！）。中部地区在武汉、长沙等几个新兴明星城市带动下在销售量上有所增长，但价格涨幅明显较东部小很多。2015年中部地区商品房销售面积增长8.9%，销售额增长12.5%，销售均价则仅增长了3.3%。西部地区则在量价上几乎都没有什么增长。2015年西部地区商品房销售面积增长3.4%，销售额增长5.0%，销售均价只增长1.6%。以重庆（主城区）为例，2015年楼市量价齐跌，销售面积下降4.7%，价格跌落2.2%，年末商品房可售面积高达2930万平方米，可当年全年才销售了2128万平方米，去化周期要近17个月。虽然中部和西部的房地产市场在全国市场中的份额有限，以2015年的新建商品房销售额计算，分别只有18.7%和19.4%，加起来都还不到40%，但

房地产在当地经济中重要性却不亚于东部甚至更大，所以在中西部更需要防范房地产高库存带来的风险。此外，即使在东部，也有严重的冷热不均，如享有一线城市地位的广州，其楼市在2015年的量和价都增幅很小，待售面积增速反而在10%以上，显示有较大的库存压力。还特别要重点关注东北地区，2015年商品房销售面积7405万平方米，下降24.5%，出现全方位塌陷的严峻形势。

第三，房地产库存还需要分类型来分析。商业用房的库存压力比商品住宅要更大。分房屋类型来看，2015年末全国新建商品住宅待售面积4.52亿平方米，同比增加11.2%,而商业营业用房待售面积1.47亿平方米，同比增加24.6%。相对2015年全国新建商品住宅销售面积11.2亿平方米，同比增加6.9%，而商业营业用房全年销售面积才0.925平方米，同比增加仅1.9%，就可以看出商业用房销售库存相对更多，去化也更慢。虽然由于商品住宅占据我国房地产市场的绝对比重，以2015年销售额计算，达到83.4%，当前房地产库存压力仍然主要是商品住宅库存压力，但相对住宅地产，商业地产与实体经济的联系一向更为紧密直接。商业地产的库存去化难，背后反映当前实体经济运行遭遇的困难实在很大。商业地产的去库存速度，相比住宅，更有宏观经济的先导风标性作用，从而可以提示后期的房地产去库存情况。从2015年末的最后几个月，商业地产的库存增长率持续加速，警示着近期宏观经济形势仍在探底通道，2016年房地产去库存形势将十分严峻。

第四，房地产库存规模在中长期内的计算比较复杂。但不管哪个指标都显示房地产去库存形势在中长期内都很严峻。房地产在建施工面积可以粗略代表房地产在中长期的潜在供给，用以判断即将形成的库存，很多专家包括笔者也这么用过。2015年末全国商品房在建施工面积73.57亿平方米，虽然受开发商对后市悲观预期的影响，同比增幅已经从2014年的9.2%大幅放慢到1.3%，但施工面积的绝对值仍然是2015年度销售面积的5.7倍之多。但使用施工面积数据有几个问题需要格外小心。一是房屋的施工面积会大于房屋的可售建筑面积。因为根

据建筑面积计算规则，开敞的阳台只按投影面积的一半计算，层高低于2.2米的空间、飘窗的窗台板面积等都不计算可售建筑面积，但是这些空间都是要计入施工面积的。然而在宏观层面上，施工面积和可售建筑面积并不存在一个清晰的换算公式。二是施工面积中有相当一部分已经通过预售销售掉，不会形成库存，但施工面积中有多少被预售销售掉也缺乏这方面信息。一个思路是，用最早可得数据的年份至今，即1997~2015年累计的新开工面积181亿平方米，减去同期累计的销售面积124亿平方米，得到57亿平方米，即可以认为是施工面积还没有被销售掉的潜在库存面积。57亿平方米相当于2015年末施工面积的77%，也即目前在建施工面积只有不到1/4被预售销售出去，这个比例还是与不少市场专业人士的经验判断基本相一致的。

由于待售面积是专指已经竣工的商品房未被销售的部分，所以房地产中长期内的总库存应该是待售面积加上未被预售的施工面积，即7亿平方米加57亿平方米，合计64亿平方米。这个库存规模直观的含义是，即使“十三五”期间不再新开工1平方米的商品房，现有的商品房总库存，按照2015年的销售量，也需要5年才能消化干净。商品住宅的总库存，为4.5亿平方米的待售加上29亿平方米的未预售施工面积（1997~2015年期间139亿平方米的累计新开工面积减去同期110亿平方米），合计33.5亿平方米，相对2015年的11.2亿平方米销售面积，去化周期为3年，看起来好一点。但由于2015年的商品住宅销售回暖，主要是大量刚性住房需求在多轮政策刺激后集中释放的结果，未来几年能否还有这么高位的销售，实在很难乐观。而且每年实际上还会有源源不断的新开工面积加入到潜在供给中，与现有库存进行激烈的消费者争夺。

再从长远一点视角看，还需要考虑房地产开发企业手头早期购买的土地储备高达数亿平方米之多，随时可以转化为新增供给。从这点看，房地产高库存，会在相当长时间内持续成为中国经济的最大隐忧之一。

第五，房地产的未来潜在库存规模还可以从年新增供给与年新增需求来求解。房地产最大挑战是住房需求总体已经接近饱和，供给端出现产能过剩。从供给端来看，最合适的住房产能度量指标应该是年度竣工面积。但可惜国家统计局报告的年度竣工面积一般认为由于开发商避税瞒报而被低估严重，表现在不可思议地持续严重低于当年销售面积，如1998~2015年累计的新建商品房销售面积为123亿平方米，竟然比同期累计竣工商品房面积110亿平方米多出了整整13亿平方米。而新开工面积一般认为瞒报动机比较低，是比较合适的产能指标，并且有前瞻性。2015年全国商品房新开工面积虽然比上年同期下降了14.0%，仍然高达15.45亿平方米（其中商品住宅10.54亿平方米）。一般认为，供给侧产能具有刚性，难以向下调整，在房地产业供给刚性更加突出。

从需求侧来看，住房需求主要来自现有人口的改善性需求、拆迁改造需求和新增人口需求。中国现有城镇人口的改善性住房需求虽然还有一定空间，但总体上已经十分有限。中国现在的城镇人均住房面积为34~35平方米，按照国际标准折算成居住面积大概是25~26平方米，虽然低于发达国家的35~40平方米的水平，但已经非常接近中等发达国家的水平，中东欧转型经济发展比较好的国家以及韩国也就是26~28平方米。从人均GDP来看，中国刚刚达到中等收入国家层次，突破中等收入陷阱迈入发达国家行列，还需要相当长的奋斗时间，但现在中国的居住水平已经达到或接近中等发达国家水平了，这说明中国城镇住房的需求被过早提前预支了。而且中国城镇的住房存量主要以近年来增加的为主，普遍较新。据测算，房子房龄10年以内的约占50%，20年以内的约占90%，意味着真正潜在需要拆迁改造的老房子很少，最多为总量的5%左右。我国现有7.5亿城镇常住居民，2020年预计达到8.5亿人，按过去几年人均住房面积每年增长0.3~0.5平方米的上限取0.5平方米，“十三五”期间改善型住房需求平均每年最多消化4亿平方米的新增住宅产能，加上折旧和拆迁需求可以平均每年消化2亿平方米，剩下每年还有约4.5亿平方米的需求缺口。

不少人寄希望于新市民(包括农民工购房需求)来消化商品住宅库存和未来产能，但这几年随着中国城镇化进程进入深水区，全国新增城市人口实际这几年是在下降的，从年均增加2000多万下降到1800万人。“十三五”期间（2016~2020年）预计每年新增城市人口在1750万，即使每个新市民都能购买或通过租赁增加20平方米，可每年消化3.5亿平方米的新增商品住宅，这样将每年都有1亿平方米的住房产能出现过剩。但在城市房价和租金都十分高昂的背景下，以及考虑到现在才新进城的农民工和新市民往往都是人力资本较低的，人均消费住房20平方米的可能性不太大，过剩住房产能可能被严重低估。

由此推算“十三五”（2016~2020年）期间中国城镇住房新增总需求约为45~50亿平方米，与之前模拟结果一致[注]，但现有商品住宅总库存就有34亿平方米，这意味着2015~2020期间新增总供给必须保持在16亿平方米以内才能保持供需总体基本平衡。按照新开工面积一般要3年竣工形成有效供给，需要这期间住房产能出现大幅度缩减，从年均新开工10亿平方米缩减到8亿平方米以下。但这对投资方及债权方来说意味着巨额的经济损失。

而且还是要指出，即使农民工和新市民有购房或租房的意愿，也不会是均匀分布在所有小城市，而会主要集中在就业机会多的东部大城市。也就是说，房地产业必须大幅度去产能，才可能不让房地产高库存风险持续性地长期成为中国经济的“堰塞湖”。

作为总结，从前面各方面数据综合分析来看，全国待售和在建加总的房地产总库存，大大超过潜在需求，尤其由于供给与需求的严重空间不匹配，去房地产库存必须去房地产产能，尤其三四线城市的房地产产能。

2. 房地产高库存风险的危害

房地产库存风险中首当其冲的是金融风险，并主要积压在银行体系，但也有财政风险，对政府财政能力产生很大冲击，最终也会通过产业链关联作用对实体经济产生很大负面影响。

首先，房地产高库存对银行体系及整个金融体系的信用风险冲击很大。如果按照2015年全国商品房销售均价6793元/平方米来计算，2015年末全国商品房7.18亿平方米的待售面积，潜在市场价值约为5万亿元。按20%毛利率扣除开发商的利润后，真正注入的资本投入约有4万亿元。其中开发商自身的自有资本投入只占据不到40%，有60%是来自银行体系或影子银行的融资。如果积压在待售商品房的2.5万亿元信贷资金不能有效及时回收，将对全国银行体系乃至整个金融体系的安全在短期内构成严重威胁。如果再把在建的74亿平方米商品房也考虑在内，按每平方米5000元来估算在建工程的资本投入强度，那大约有30多万亿元的资本积压在房地产在建工程中，其中来自银行贷款或其他形式的信贷资金至少有20万亿元。来自中国人民银行的数据可以从另外一个角度提供信息，2015年末全国房地产贷款余额21万亿元，扣除个人住房贷款13万亿元后，房产和地产开发贷款合计约为8万亿，这意味着银行体系表外如信托、理财产品等以及其他金融机构还有约10万亿的信贷资金在支持房地产开发项目。房地产库存和在建项目牵扯的20多万亿信贷资金，哪怕其中10%实际发生坏账损失，就会产生2万亿的坏账。如果房地产库存不能及时有效去化，即使不造成直接账目损失，也将有很强的恐慌传染性，对整个金融市场的信贷风险产生严重冲击，抬高信贷风险溢价和实际利率，加强信贷紧缩。

其次，房地产高库存直接带来的影响就是土地市场低迷和楼市交易清淡，这些又直接对地方政府的财政能力产生重大负面影响。笔者曾对江苏省地方税收对房地产业的依存度做过测算，房地产直接税占江苏省地方税收收入的比重近年来稳定在27%~28%，房地产间接税占地方税收收入的比重则稳定在10%~12%，两者合计的房地产业贡献的总税

收占江苏省地方税收比重达到38%~40%。可以这么说，房地产业已经是中国经济各产业中对地方税收贡献最大的产业。

第三，房地产高库存意味着房地产业的价值链堵塞，直接导致房地产投资严重下滑。2015年全国房地产开发投资9.6万亿元，名义增速只有1%（实际增速2.8%），其中住宅房地产投资为6.5万亿元，增速仅0.4%，双双创下1998年房改以来的历史最低纪录，比2008年国际金融危机时期还要恶化很多。东北地区的房地产开发投资更呈现-28.5%的负增长。房地产开发投资的低迷通过产业链关联效应给钢铁、煤炭、水泥、建材、家具等很多产业需求带来严重挫伤。房地产企业已经看到高库存难去化的前景，投资信心严重不足。我们也看到，本轮宏观经济的下滑，有很大原因是房地产市场不景气拖累的。按笔者的估算，2015年房地产投资的大滑坡直接拉低GDP增长率近1个百分点，拖累效应巨大。

3. 房地产高库存的成因

中国房地产高库存的根本成因是中国城镇化发展中过度依赖土地融资，但也有城乡土地市场分割、政府对城市土地的单边垄断、土地资源配置过于计划和僵化的深层原因，导致房地产供给与需求空间严重不匹配，刺激了库存的产生。

房地产高库存首先来源于中国城镇化发展模式对土地融资和房地产开发的过度依赖。中国城镇化发展模式可以概括为三步走的发展模式[注]：土地城市、工业化、人口城市化。第一步是土地城市化。土地城市化里一方面包括工业园区向农村的扩张，另一方面是通过商住房地产的开发建设人工新城。后者为地方政府拿到了城市建设的第一桶金，不仅仅是在于有大规模的土地出让金收入，更有靠商住用地抵押换来的贷款融资。第二步是工业化。地方政府用第一步商住房地产开

发融资获取的钱去补贴工业化，税收优惠减免，加大搞基础设施建设，招商引资，筑巢引凤，集聚人气。第三步才是人口的城市化。工业化后带来的就业人口集聚，使先前商住项目从投资者转入真正需求者，得到价值实现。

然而，以地融资的城镇化模式引发了很多问题，难以持续下去，必须进行转型和替代。土地的供给特性和跨期分配效应会导致宏观风险增加。同时房地产价格上升过快，阻碍人口城市化，工业化难以深入和及时升级。目前看，房价曾经过快高涨的城市都出现了去工业化的特征。确切来说，基于土地资本化的债务型融资的城市发展模式，不仅让城镇化进程难以有效持续，农村人口难以有效被吸纳和进城安居，也让地方政府债务累累，失去拉动经济的能力，进而让整个国家实体经济都背上高杠杆的巨大包袱。在政府不得不重构国家资产负债表和去杠杆的时候，很多高杠杆产业备受冲击，这是当前经济下滑的一个重要原因。此外，导致城乡人口流动受阻的户籍与农村土地制度的约束，也让城镇化速度放慢，从而影响经济潜在增长率的提高和内需的释放。这些都是房地产高库存的基础成因。2008~2013年，全国房地产新开工商品房面积从9.7亿平方米突飞猛进到20.1亿平方米，短短5年间翻了一番，年新开工量接近城市房屋存量的5%。房地产产能增加过快，超过需求增长，是导致目前城市房地产高库存的根本原因，而背后作用力就是地方政府过度依赖以地融资，过度需要房地产来拉动经济。

其次，房地产高库存也来自土地供给的非市场化。所谓供给侧结构性改革，归根到底是提高要素的配置效率，但其中一个核心是要提高要素的空间配置效率，尤其土地的空间配置效率。然而，长期以来，土地市场发育不全，城乡土地市场分割，农村土地难以有效适应城镇化需求，城市土地又受制于政府的单边垄断，土地资源在计划手段下的配置严重僵化和缺乏弹性，导致土地资源的空间配置严重不当，是刺激当前房地产高库存的重要根源。

长期以来的区域发展政策，存在很多误区和错误观念，把区域平衡等同于总量产出的平均化而不是人均收入的均衡。为此，对东部特大城市和大城市，无视其人口大量流入的趋势和房价持续过度上涨的现实情况，仍然计划思维去控制人口，一刀切地压缩建设用地供应指标和硬性划定城市空间边界。实践证明，这种做法不仅不能抑制人口流入趋势，反而只能导致东部大城市房价和租金上涨过快，严重损害这些大城市的规模经济和城市竞争力。相反，对于中西部很多城市，无视其人口正在流失的格局，依然大量增加投放建设用地指标，大量供地，一厢情愿认为这样会带来区域平衡，结果却是中西部城市大面积房屋空置，大量空城的浪费。由此，房地产高库存，成为悬在中国经济头上的达摩克利斯之剑。

4. 房地产高库存的解决对策

房地产高库存给中国金融安全和经济活力带来严重威胁，处理稍有不慎，中国就有可能步日本1991年房地产泡沫危机崩溃导致20年一蹶不振的后尘，丧失改革开放20多年来的努力成果与难得的大好局面。化解房地产高库存要多管齐下，但从根本上还是要尊重市场规律，运用价格机制来出清市场的供需失衡，化解长期以来的价格扭曲。

面对房地产高库存的情况，很多地方政府在“保房价”还是“保产能”上处于两难境界。如果保房价，就必须坚决去房地产产能，但这会在短期内严重杀伤地方经济；如果保产能，保持现有房地产开发力度，则会严重打击市场预期，让本来就很脆弱的房价更加摇摇欲坠。而这个困境从根本上来说是传统城镇化发展模式带来的必然恶果。

化解房地产高库存还要充分尊重城市发展规律和人口流动规律。2015年12月中央城市工作会议精神第一条要是尊重城市发展规律。而大量研究表明，城市最大的发展规律就是集聚规律。建立合理的城市体系，需要在集聚基础实现地区专业化分工，在合理分工基础上走向区域平衡发展。区域平衡是实现包容性平衡性发展的必然要求，也是引领经济发展新常态的重要手段，但区域平衡的目标不是平衡人口与经济规模，而是平衡人均收入，需要靠人口与劳动力流动来实现。

当前中国住房需求并非完全没有，在人口流入多的大城市仍然有大量住房需求没有能满足，所以是住房供给不能有效满足住房需求，尤其不能在空间上匹配需求，包括土地供给机制不能满足以人为本的城市化的发展要求。按照2015年12月中央经济工作会议的精神，供给端改革就是要补供给短板，来满足需求，那么意味着供给应该跟着需求走，而不是用供给瓶颈扼杀需求。这在房地产和土地领域就意味着，土地供应一定要配合人口流向需求，而不是反道为之，违背城市自身发展需求规律。

对于房地产去库存，除了总体上要树立收缩产能的战略和坚持依靠市场价格机制调整过剩产能的策略外，在战术上有几点具体建议。

第一，化整为零。利用2016年2月21日发布的《中共中央国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见》提出的细分土地出让面积和建设开放式街区的精神，在已经出让但尚未开发的地块，以及已经建成但尚未出售的项目，允许开发商自行对地块和项目分割细化，局部出售地块。超级大盘在眼下很难找到接盘者，但如果切割成小块，则可能就有投资者问津了。项目细分了，一两个小项目恢复人气，可以带动其他周边项目凝聚人气。先救一批是一批。

第二，先优后劣。房地产项目差别化很大，即使同一个三、四线城市，也有好坏之分。当前大多数城市整体行情低迷，即使好的项

目，也会被负面带动而价值低估。应该首先发掘价值过度低估的项目，救活一两个指标性的明星项目，就有可能稳定市场气氛。

第三，抓小放大。三、四线郊区大盘的库存消化最为困难。如果政府一定要救市，不能盯着郊区大盘，子弹是肯定不够用的，先牵线搭桥，通过并购重组等方式，再给予城市规划上一定的优惠政策，救活市区和市区周边的一些小盘子，等这些小盘子恢复了人气，价格坚挺住，就有带动效应，逐步稳定全市房地产市场信心，这样可能有机会惠及周边大盘。

第四，改变用途。根据当地实际情况，灵活改变土地出让结构，已经出让的土地也可鼓励自行转变用途。住宅过多而商办还有潜力的，鼓励转商办，商办也过剩严重的，折价给政府做市民中心、运动中心、博物馆之类的公共项目。对一些地段较好的住宅项目，销售困难，鼓励尝试出租，包括交公租房公司代租，以时间换取空间，至少账面上不立即发生破产危机。本身一个城市的住宅市场也是需要有大量的专业性长期租房机构，才能让城市劳动力市场具有灵活性。

第五，有保有弃。高库存说到底是投资失败，投资失败就要受到惩罚。不受惩罚就想逃过市场规律的作用，是不可能的。房地产高库存确实带来很大挑战，但政府对此不必过于恐慌，毕竟目前总体风险还在可控范围内。化整为零，先优后劣，逐步消灭库存主体后，剩下的一部分就只能作为开发商和银行的学费了。

---

1. 陈杰、胡明专：《中国城镇住房2015~2030形势分析及对策建议》，《东方早报》2015年8月25日。

2. 陈杰：《新常态下，中国城镇化如何转型》，《解放日报》2016年1月1日。

第10章
土地供应、房价与中国经济竞争力

陆铭

简单使用房价收入比或房价租金比，会严重高估中国房价存在泡沫的可能性。

中国的房价是否存在泡沫，这个问题关涉：中国经济未来的实际增长率是多少？现在人们去买房子时，预期的中国未来经济增长率又是多少？

现阶段确实很难判断一线城市的高房价是否存在泡沫；而在房价并不高的人口流出地，那里房价虽然不高，但住房去库存的压力更大，可能存在更为严重的住房市场泡沫。

当前中国的房价问题，本质上是供给与需求脱节的问题。一个城市的房价，最重要的三个变量就是这个城市的收入水平、人口流入量和它的土地供应。收入水平和人口流入量决定了住房需求，而土地供应量是住房供给最重要的决定因素。在本质上，中国各个城市之间房价的严重分化，是因为多年以来非常严重的人、地要素的配置脱节。具体来讲，就是人的城市化和土地的城市化是严重脱节的：在收入水平高和人口流入多的地区，土地供应受到了相对更为严格的政策控制；相反，大量的土地和住房供应被政策引导到了收入水平较低和人口流出的地区。前一类地区出现房价高企，特别是在一线城市；而后一类地区主要是中西部的三、四线城市，这些地区城市人口的增长速度大大低于城市土地和住房数量的扩张速度。

中国有一句古话叫做“人往高处走”，这句话在现在可以看成人往收入高的地区流动，这是因为人有自然趋利的天性。土地也是一样，市场经济国家通过地价调节土地的供求关系，地价高会增加土地供给，土地供应受到地价调控。而中国并没有按照市场的供需规律配置土地资源，图10.1是基于2010年第六次人口普查数据得到的2000~2010年中国人口流动情况图示。由图10.1看到移民主要向中国沿海城市和内地的大城市集聚，颜色越深表示人口流入数量越多。

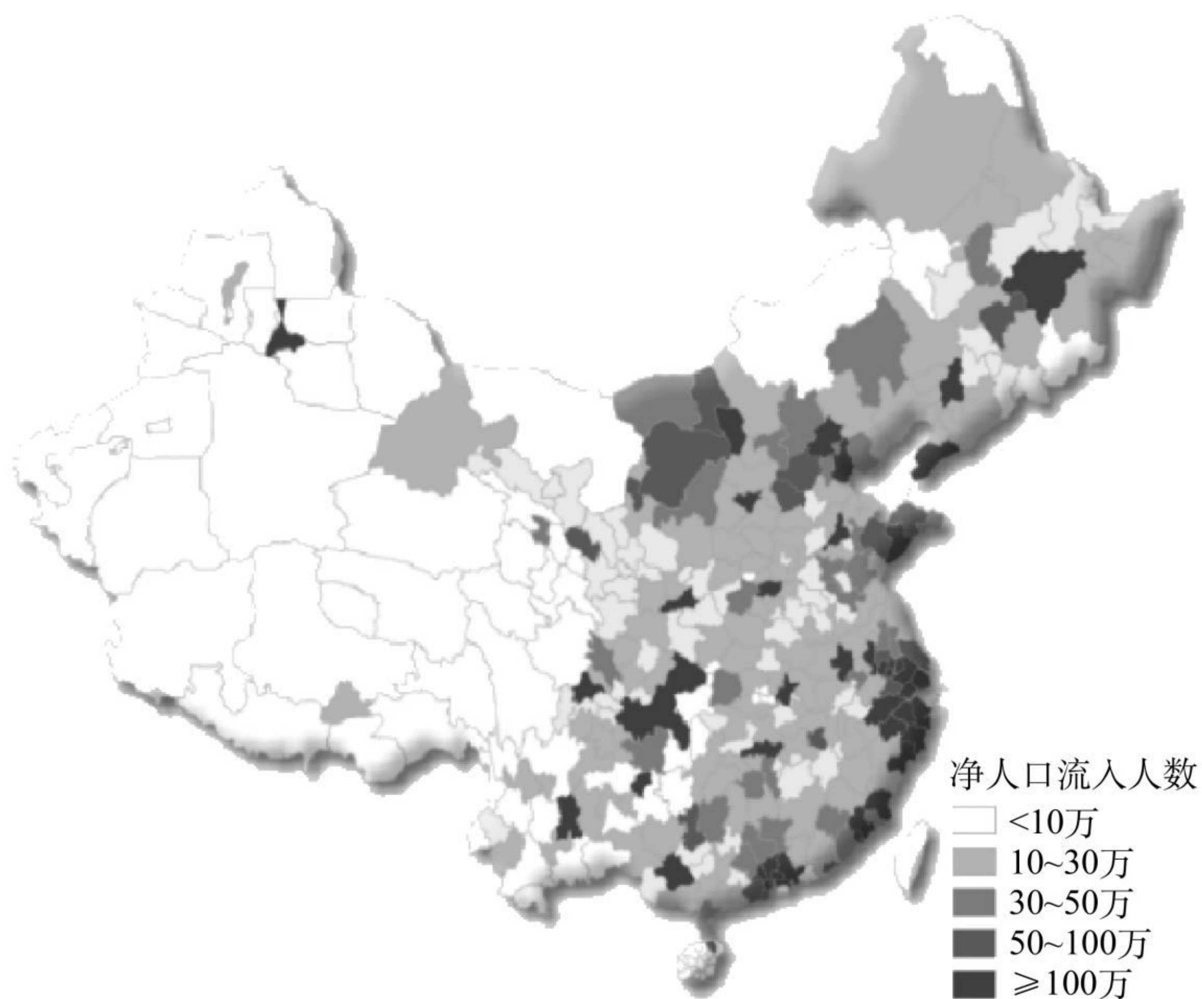


图10.1 2000~2010年中国人口转移情况

中国的中西部和东北地区人口是净流出的，这是经济地理在区域经济发展中的作用导致的。20世纪80年代以前，中国是一个封闭经济，封闭经济下不需要做出口，使得铁路重要而港口不重要。但是中

国进入20世纪90年代后经济高度开放，特别是在21世纪开放程度快速提高，这个变化使得港口变得越来越重要。而东北的海港条件远不如东南沿海，导致了东北工业的比较优势发生了逆转，在同时期，东北也从一个人口流入地变成了人口流出地。2000~2010年东北净流出了200万人口。可是在考察经济增长时，人们容易忽视人均增长这个概念。国家统计局的数据显示，由于人口总量的减少，但经济总量增长是正的，东北的人均经济增长率是超过全国平均水平的。由于人们习惯于只关注总量指标，因此，为发展本地经济，每一个地方政府都在寻求资源，其中最重要的就是土地。土地资源本身是不可移动的，但建设用地指标却是可以变动的。中国各地区的建设用地指标是中央层面控制的，图10.2是2001~2013年中国中西部省份建设用地指标的份额，从图10.2中看到中国人口净流出的中西部省份，其土地供应份额却是逐年上升，这就是所谓“人往高处走，地往低处走”。自2003年始，由于动用行政力量追求地区间总量平衡，致使经济增长被扭曲，造成了资源的浪费与低效。

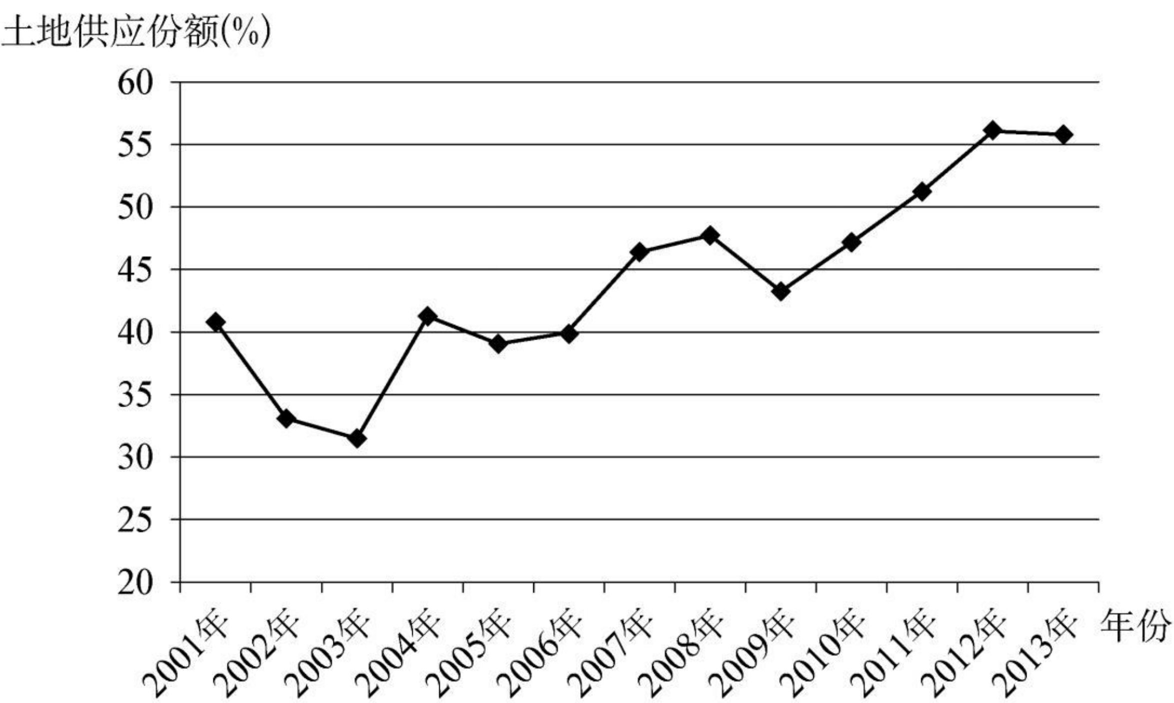


图10.2 2001~2013年中西部省份土地供应份额

资料来源：历年《中国国土资源年鉴》（中国国土资源年鉴编辑部出版）

在中国内地省份，由于人口没有实现充分流动，内地政府必须给本地居民提供相应的公共服务，同时还要面对经济发展、绩效考评、税收增长的压力。故中西部省份的地方政府使用分配到的建设用地指标建设了大量的工业园和新城。据不完全统计，2013年在建新城数量达到105个，其中大于1000平方千米的新区19个，500~1000平方千米的新区10个，100~500平方千米的新区约40个。[注]因为新城规划是地方政府自行制定的，每个地方政府都有动机做大本市的城市规模，在全局上就出现了新城规划的过剩。根据国家发改委的统计数据，如果按规划人口把全国新城的规划加总，中国现有新城规划可以容纳34亿人口。[注]

中国中西部地区劳动力的生产效率低下，又远离中国沿海港口，使得内陆地区没有比较优势，经济缺乏竞争力，他们建设的新城和工业园区缺乏足够的产业支撑。假设中国不是统一货币的，内陆地区使用的货币是应该贬值的，但中国是统一货币区，所以内陆地区无法实现货币贬值，这些因素共同作用就限制了内陆地区收入端的增长，财政收入较东部沿海地区出现了巨大差额，内地发展越来越依赖中央政府的转移支付。由于地方政府是不能破产的，所有地方政府因支出端超过收入端产生的负债最终无法偿还时都会转移给中央政府。背离经济规律，不按照各地方的竞争力和比较优势来配置资源，就会导致入不敷出，表现在中国宏观经济上，就是效率低下、经济下行、债务累积。图10.3是2012年中国地方政府负债与人均GDP的关系图，债务率与人均GDP的关系反映了一个地方的债务风险与债务偿还能力。从图10.3中看出，去除情况特殊的三个直辖市，人均GDP较低的中西部省份负债率普遍比较高，存在着较大的风险隐患。而中国的债务跟欧洲的债务又有所不同，欧洲大部分债务是用于支付公共服务和社会保障的，中国是投入在基础设施和工业园建设上。将负债当作投入，GDP当作产出，中西部地区较高的债务率说明了其投资回报低，经济运行效率低下。而这个情况在2015年并未得到改善。图10.4是2015年地方政府债

务限额和2014年人均GDP的情况，2015年未直接公布地方债务总额，公布的是地方政府债务限额，但总体的趋势仍然是存在的。㊟

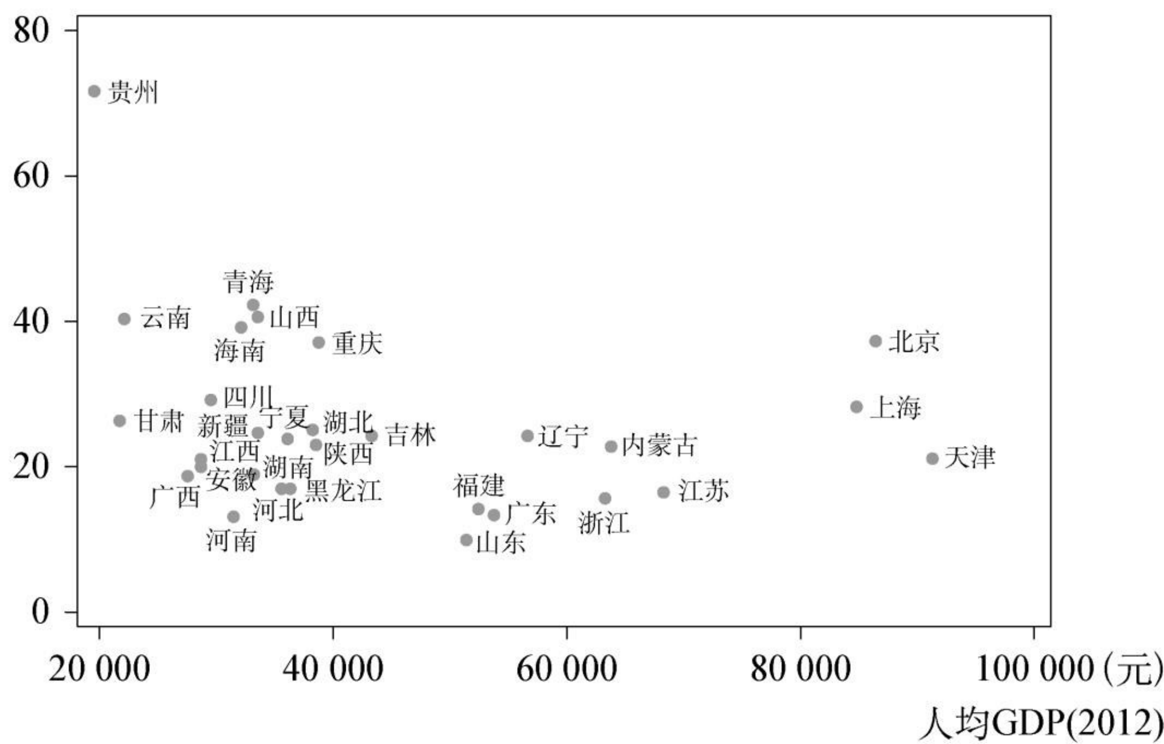


图10.3 2012年地方政府负债和人均GDP的关系

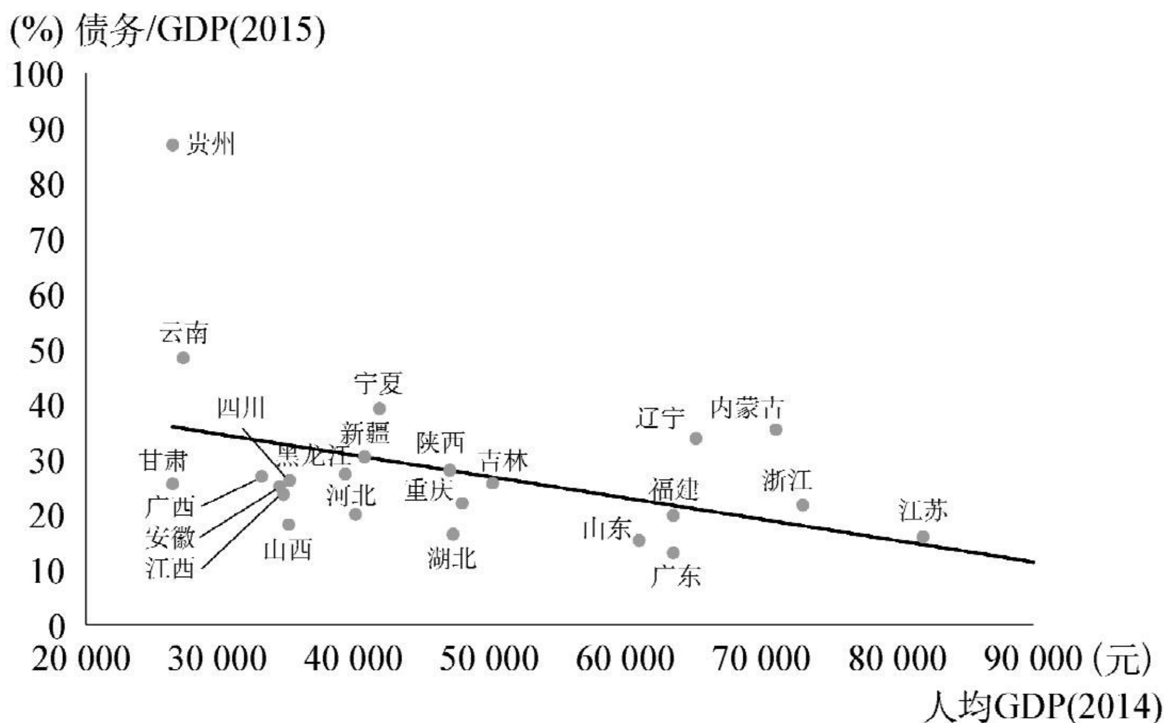


图10.4 2015年地方政府负债限额和2014年人均GDP的关系

注：图中未包括京、津、沪。

中国人、地要素的配置脱节对中西部地区的影响是经济效率低下和投资债务高企，而对东部地区则造成房价和工资的上涨以及产业的过早转移。房价本质上反映的是住房供给与需求的关系，自2003年后中国人口流动方向与土地供给方向的背离导致中国房价也从同年开始在不同城市出现了分化现象。

现在社会上存在中国城市房价泡沫的讨论，其主要的判断依据是房价租金比（房价收入比）。有观点认为，高房价—租金比值表明房价有泡沫，特别是一线城市房价收入比和房价租金比都是最高的，甚至有人由此就得到了中国一线城市泡沫最大的结论。但简单采用房价收入比来判断房价是否存在泡沫是有严重问题的。因为这个标准假设了房价不存在由实际需求推动房价上涨的可能性，房子仅有居住功能，也不是投资品。基于这个假设房价就等于租金除以利率，或者换句话说，房价乘以利率等于租金，表明租房和买房成本相同。但关键

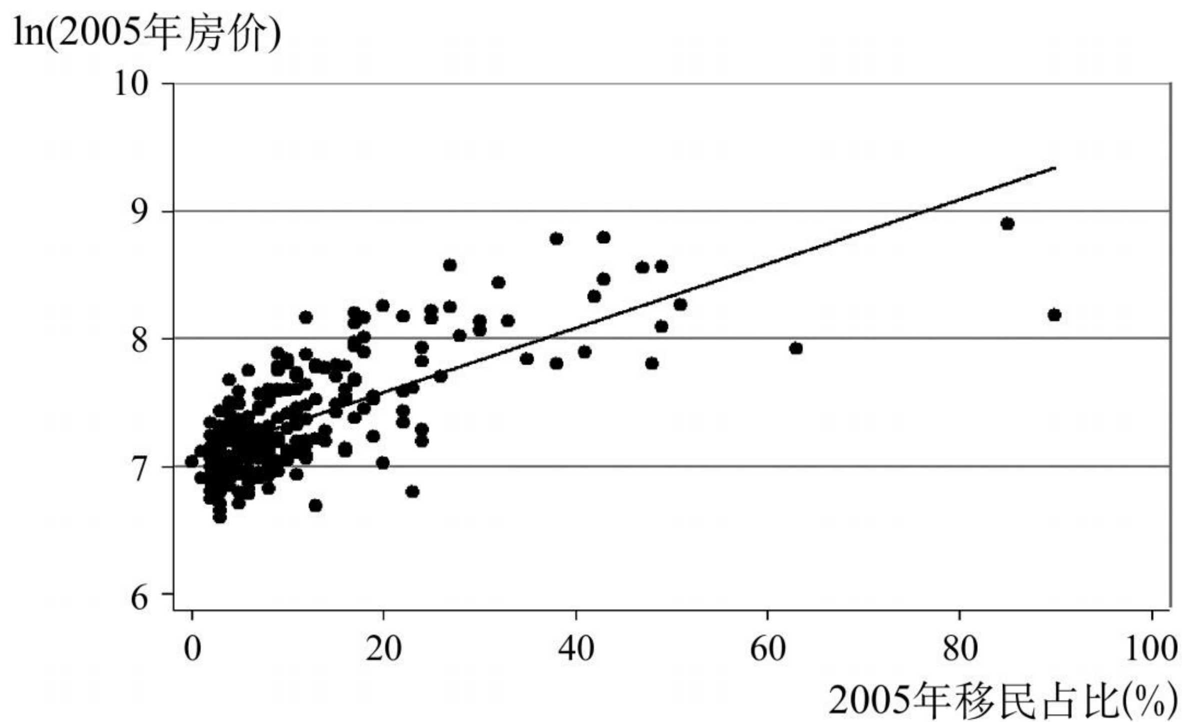
在于房子不仅只有居住功能。现在有种观点认为房价贵了，要让房子回归居住功能。但在市场经济国家房子怎么可能仅限于居住功能？从长期看，房价和收入一定是正相关的，房子作为居民的消费品之一，一个家庭平均会把收入的大约30%用在住房支出上。居民收入在不断上涨的过程中，其用于支付住房的开销也会同比上涨。因此从长期看房价是跟着收入上涨的。当未来中国人均GDP也达到5万美元时，房价不可能还是1万元1平方米。除了收入水平，促使房价上涨的因素还有城市化水平的提升和城市人口的增长。当住房有这样潜在的需求支撑，住房又可以被抵押，利率又是低估的(注)，居民肯定会买房子。房子作为一个投资品，尤其当中国老百姓缺乏其他投资渠道的时候，人们会更愿意把钱花在住房上，于是房价会先于收入而上涨。当回顾过去十多年的中国房地产市场，也许当初买的时候觉得自己还贷压力很大，但只要收入涨上去，现在就只会后悔没有多买几套。当居民事后后悔没有多买几套的时候，在事前，房价是快于收入上涨的。

高房价不等于有泡沫。经济发展水平越高的国家，经济增长率越低。发达国家若能够实现年均2%的增长已经很好。当经济增长和居民收入放缓时，房价增速就会下降，减弱住房的投资功能，导致房价收入比下降。所以发达国家的房价收入比都比较低，因此将经济增长缓慢的发达国家和当前处于经济快速增长的中国作对比是没有意义的。如果参考和中国处在相同经济发展水平、城市化率的国家所对应的房价收入比，中国的房价收入比仍然是偏高的，但这仍不能说明中国房价存在泡沫。对此，我需要指出的是，第一，跟相同经济发展水平的国家相比，中国的经济增长率和城市化速度是高的。收入增长和城市化的速度越快，房价收入比就会更高。第二，中国对存贷款利率实施管制，中国的利率水平偏低大大降低了买房的成本，推高了房价，房价收入比就越高。第三个原因是土地供给，中国的土地供给不仅总量受到控制，结构上也是失衡的，大城市和特大城市的土地供应被严格限制。第四点是中国以前不提供公租房（最近几年有所改变），住房刚需必须由买房实现。第五点是中国的住房权益里附加了受教育权

利，租房家庭的子女，特别是在一线城市，基本上很难上到好的小学和初中，所以房价里的一部分是学费。

但即便考虑到中国经济发展所处的阶段和中国不同于世界其他国家的五个因素，我们仍然不能回答中国的房价收入比是否是合适的，中国的房价是否存在泡沫，因为这个问题本身有着很强的不确定性。中国经济未来的实际增长率是多少？现在人们去买房子时，预期的中国未来经济增长率又是多少？目前房价的市场情况越接近于人们对收入增长预期的判断，那么现阶段房价的泡沫就越小。反之，如果未来没有实现人们当前买房子时对自身收入增长的预期，那么房价的泡沫成分就越大。因此，简单使用房价收入比或房价租金比会严重高估中国房价存在泡沫的可能性。必须强调的是，现阶段确实很难判断一线城市的高房价是否存在泡沫，而在房价并不高的人口流出地，那边房价虽然不高，但住房去库存的压力是更大的，可能存在更为严重的住房市场泡沫。

既然房价泡沫是从需求端定义的，我们先来考察下实际需求对当前中国住房市场价格的影响有多大。图10.5解释的是城市化、移民和房价之间的关系，图上每个点都是一个城市样本点。其中左图的横轴是2005年的移民（外来人口）比率，纵轴是当时的房价。从表10.1第一列中看到移民占比对房价的回归R2有0.41，表明单这一个变量就解释了中国地区之间房价变化的41%。图10.5右图的横轴是移民变化速度，用于判断未来中国移民分布变化的方向。这是一个预期问题，判断预期最简单的方式是回顾历史，历史上有移民流入的城市未来很可能继续会有移民流入。图10.5中的两个解释变量——移民占比和移民占比变化——都跟城市化进程相关，表10.1第二列显示这两个变量代表的移民因素总共可以解释中国房价变化的51%。表10.1第四列显示，在增加了人均GDP和总人口这两个影响需求的重要变量后，现阶段中国房价水平的74%被解释掉了。



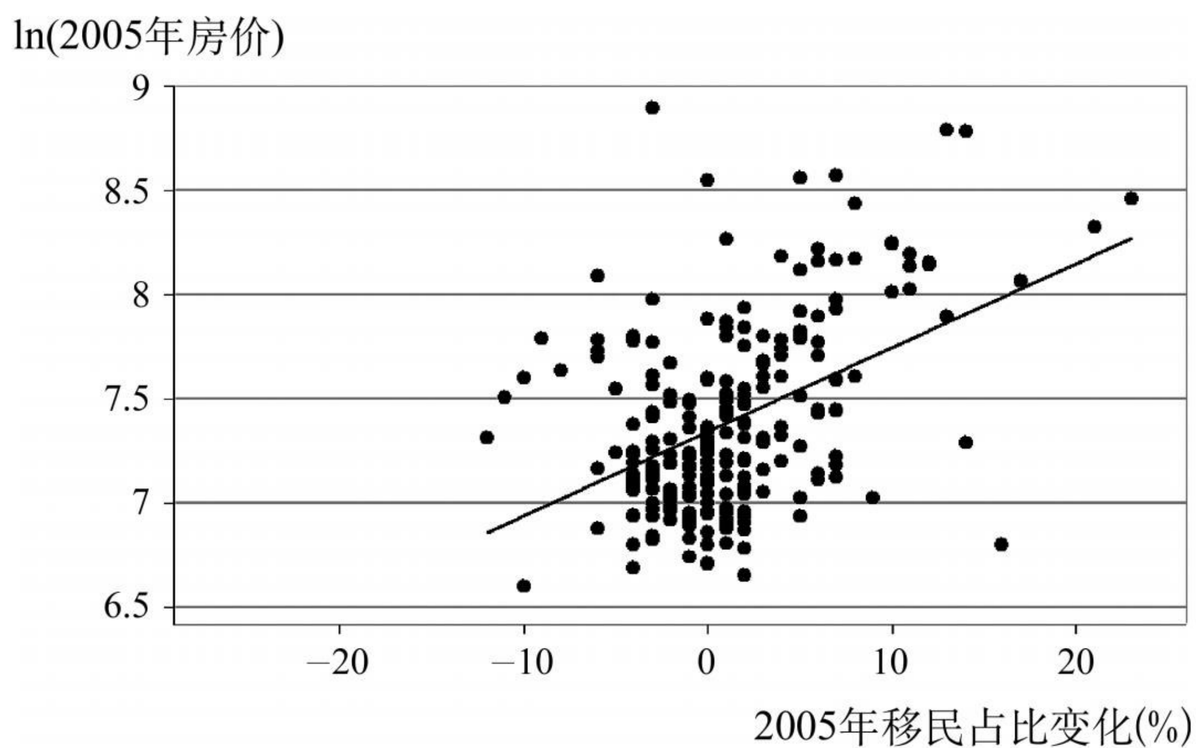


图10.5 移民占比和移民占比变化与房价的关系注

表10.1 需求因素对房价的影响注

解释变量	被解释变量为2005年房价				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
2000年移民占比	2.313***	2.530***	2.421***	0.868***	0.821***
	(0.184)	(0.171)	(0.185)	(0.186)	(0.185)
移民占比变化		2.266***	2.602***	1.558***	1.332***
		(0.326)	(0.332)	(0.267)	(0.267)
就业密度			0.054	-0.022	-0.023
			(0.050)	(0.039)	(0.038)
人均GDP				0.364***	0.330***
				(0.035)	(0.035)
总人口				0.130***	0.143***
				(0.023)	(0.024)
到大港口的距离					-0.196***
					(0.050)
到大城市的距离					0.126
					(0.097)
人均生活用水量					-0.000
					(0.000)
常数项	6.979***	7.059***	7.197***	3.293***	3.644***
	(0.039)	(0.037)	(0.095)	(0.328)	(0.346)
观测值	228	228	214	214	214
R^2	0.41	0.51	0.54	0.74	0.76

注：表中***表示系数在1%水平上显著异于0。

在影响住房需求的变量中，最重要的三个变量是：移民(代表了城市化)，人均GDP(代表收入水平)，总人口(代表城市规模)。若再加入第四个变量就是到大港口的距离[注]，港口代表了城市的经济发展潜力。房价对到三大港口最近距离的回归结果是高度负相关的，表明离大港口越远，房价越低。以上就是需求因素对房价的重要影响。但遗

憾的是，很多人可能未认识到这个规律，而且即便认识到了也可能不愿意承认。因此，在2003年后中国的土地资源被配置到了人口净流出、人均GDP和总人口比较低、离港口更远的三、四线城市，导致用地供需矛盾更加突出。

城市房价的变化是供给需求共同作用的结果，我们将目光再转向影响房价的供给端。面对大量的住房需求，紧缩东部地区的土地供应会加快房价的上涨，并通过价格传导机制带来劳动力的工资上涨，最终出现过早的产业升级和过度的资本深化。房价是最主要的生活成本，部分人口因东部（特别是一线城市）房价太高而不来或离开，这就减少了这些地方的劳动力供给，而留在大城市工作的人口就要求增加工资。房价上升造成的生活成本上涨会传导到工资上，导致所谓的产业升级。劳动力和资本是企业最重要的生产要素，当工资上涨而利率偏低时，企业选择用资本替代劳动，表面上是产业升级，但其实背离了中国生产要素存量的真实阶段，被我们称为“过早的产业升级”和“过度的资本深化”。这是因为企业劳动生产率的增长速度落后于其支付生产成本（地价租金和员工工资）的增长速度，企业丧失了竞争力，是一种扭曲的产业升级。这种不是由市场经济决定要素价格和流动方向下的产业升级，最终会削弱经济竞争力。

我们可以从数据中看出紧缩土地供给对房价的影响。[注]图10.6是2001年、2004年、2007年、2010年劳动力工资和城市房价的分组关系图。横轴是平均工资，纵轴是房价。浅灰色样本是中西部城市，深灰色样本是东部城市，浅灰色线是中西部城市工资和房价关系的拟合线，东部城市对应的是深灰色线。在四个时间节点上，浅灰色线斜率是稳定的，斜率稳定表明中西部城市的房价和工资水平是完全适应的。举例来说，如果一个城市的房价约每平方米1万元，月收入各5000元的夫妻双方一个月收入买1平方米，10年总收入可以买120平方米，房价收入比大约就是10，这放到国际上都是合理的房价收入比。2001

年的深灰色线斜率和浅灰色线是大致平行的，随着时间的推移，这条深灰色线斜率逐渐增大，由此可知中国房价增长迅速的地方是东部。

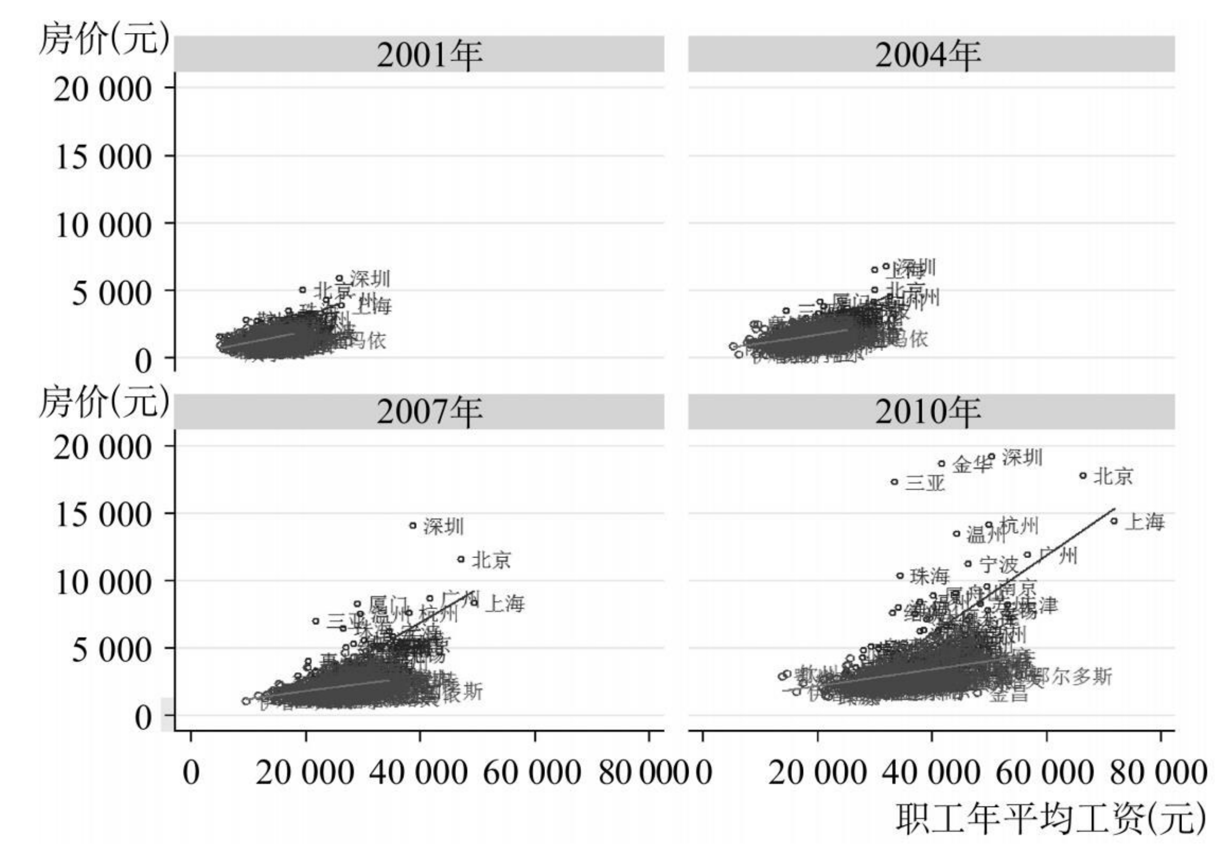


图10.6 紧缩供给对东部地区房价的影响

表10.2是紧缩土地供应的实证研究中主要变量的回归结果，(1)、(2)、(3)列是第一阶段的回归，考察了人均土地供应对房价的影响。变量人均土地供应（上一年）的系数为负，表明人均土地供应越多房价越低。人口密度高的东部地区建筑容积率更高，可以通过建更高的房子解决土地供应不足的问题，故房价对土地供应的敏感性稍微小一点。该回归很好地说明房地产价格是市场供求相互作用的结果，土地供应是影响房价的一个非常重要的因素。如果中国未来不增加一线城市的土地供应，中国一线城市的房价上涨将是可以被长期支撑的。这里我想再次指出的是，当前被广泛谈论的中国房价泡沫话题中，房价收入比和房价租金比都是需求端的问题，而中国的高房价有部分供给因素造成的，由政府控制的土地供给因素导致的房价上升本身已经超

出了泡沫的定义。表10.2的(4)、(5)、(6)列是第二阶段的回归，考察了房价上涨对劳动力工资的影响。

表10.2 紧缩人均土地供应的作用传导机制[注]

	(1)	(2)	(3)
	全样本	东部	中西部
变量	Ln(房价)	Ln(房价)	Ln(房价)
人均土地供应	−0.004 99***	−0.004 66***	−0.005 37***
	(0.000 854)	(0.001 17)	(0.001 23)
Ln(人均GDP)	0.318***	0.372***	0.294***
	−0.014 7	−0.023 7	−0.018 3
其他变量	已控制	已控制	已控制
样本量	2 683	959	1 724
R^2	0.807	0.840	0.740
	(4)	(5)	(6)
	全样本	东部	中西部
变量	Ln(工资)	Ln(工资)	Ln(工资)
Ln(房价)	0.353***	0.742***	−0.150
	(0.116)	(0.216)	(0.165)
Ln(人均GDP)	0.129***	−0.043 2	0.283***
	−0.037 2	−0.08	−0.048 8
其他变量	已控制	已控制	已控制
样本量	2 683	959	1 724
R^2	0.877	0.790	0.867

注：表中***表示系数在1%水平上显著异于0。

通过比较(5)、(6)列发现，只有东部存在房价到工资的传导效应，说明这个传导机制来自于供给端，因为供给端制约住房供应所造成的房价上涨成为了移民流入的障碍，减少了移民流入会阻碍劳动供给的增长，将住房成本的上涨传导到工资上。表10.3显示将样本分成2003年以前和2004年以后，中西部地区工资受房价的影响都不显著，

而东部地区只有2004年以后显著，说明东部地区2003年后确实遭受了土地供应收紧的政策影响，需求和供给双重因素共同推升了房价。需要区分的是：需求端的推动作用是受经济规律驱使，由城市化、收入水平、城市的规模和发展潜力共同影响的，属于经济规律；而供给端的推动作用是背离经济规律的，是对土地要素市场的结构扭曲，这也解释了当前中国房地产市场冰火两重天的局面。最后需要说明的一点是，表10.3显示的2004年以后由土地供应收紧传导而成的工资上涨不是劳动力真正短缺的“刘易斯拐点”，而是因为劳动力的流动是不充分的，有政策的因素。东部地区遭受的是违背经济规律的劳动力短缺和工资上涨，故不能因工资上涨就简单认为中国的“刘易斯拐点”已经到来。

表10.3 2003年前后房价对劳动力工资的影响 注

	东部		中西部	
	2004～2010 年	2001～2003 年	2004～2010 年	2001～2003 年
变量	Ln(工资)	Ln(工资)	Ln(工资)	Ln(工资)
Ln(房价)	11.28	0.583***	−0.169	−0.118
	(87.34)	(0.162)	(0.742)	(0.148)
其他变量	已控制	已控制	已控制	已控制
省份哑变量	有	有	有	有
年份哑变量	有	有	有	有
样本量	291	668	497	1 227
R^2		0.771	0.612	0.796

注：表中***表示系数在1%水平上显著异于0。

中国已经开始了大规模的人口跨地区流动，中国整体的跨地区流动人口有1.7亿左右。如果维持当前扭曲的资源配置状况不变，中国经济增长可能会面临长期增速放缓；如果能实现供给侧改革，将生产要素配置到高回报地区，中国的经济增长就能够尽早回升。基于中国人、地要素的配置脱节的实际情况，政府需要在政策上做两件事。第一，将新增建设用地指标更多地配置到东部地区（包括一线城市）；

第二，把流出劳动力在老家宅基地上建设的空余房子拆掉，将该房子对应的建设用地指标分配到其流入城市。土地使用权的跨地区流转方案将用地指标由转移人口携带至流入城市，这并未减少中国总体的农业用地，但可以缓解人口流入地的房价上涨。笔者及合作者从2009年就提出了这个方案，可能成为下一阶段中国土地政策改革的备选方案。除了实现土地使用权的跨地区流转，中国还需增加对欠发达地区公共服务方面的财政转移支付力度，以缩减地区间生活水平的差距。最后，土地政策改革必须要配合以政府管理体制和地方官员考核激励机制的改变，将经济考核指标从总量转为人均。否则，人口流出地的政府官员依旧会加大本地的投资，拉动经济的短期增长，而在长期上面临基础设施和工业园的过度投入和债务高企问题。从长期看，中国需要进行土地和户籍制度的联动改革，实现人口的充分流动，从需求端支撑一线城市房价。而在缺乏产业和人口支撑的三、四线城市，一些卖不掉的房子，与其硬撑，持续增加投资，不如早点拆掉。

中国不仅要实现地区间人、地要素配置的平衡，还需要增加一线城市内部住宅用地的供给总量、提高土地的使用效率、优化土地的使用结构，以缓解目前一线城市房价的持续上涨。而社会上有着和此相反的观点：中国一线城市已经过大。有研究指出，世界上其他大都市圈建设用地指标占城市面积比重约为30%，而上海市已经达到45%。根据笔者的研究成果，当一个国家的人口可以自由流动时，国家的总人口越多，大城市人口就越多。[注]东京有作为自然边界的山区，东侧蔓延到东京湾的右方，城市扩张成本已经很高，就停止了。在具体地将上海和东京作比较时，需要比较整个东京圈而不是东京市，东京圈虽然被称为国际大都市，可它们的人口毕竟没有上海这么多，更大的人口基数会提高城市的建设用地比重。上海市未来的人口总数很可能要达到4000万，将人口不到2000万的伦敦、纽约、巴黎和上海相比是没有意义的。上海唯一可以参照的城市只有东京，而目前东京都市圈的城市扩张西侧已到达的面积大致和上海加苏州相当，故以上海都市圈作比较时，上海的城市扩张相比东京还有很大差距，而且上海的西面

没有山区边界。紧缩一线城市土地供给造成的人、地要素配置扭曲，会通过传导机制致使城市丧失竞争力。上海作为中国经济的龙头，其负面效应最终会影响到中国总体经济的发展。

中国一线城市除了城市建设用地比重偏低，还有使用效率低下、地块功能失衡的问题。首先是既有的建设用地中工业地块的占比过高、密度过低，应增加城市住宅用地，将工业厂房建成两三层楼。其次，中国的特大城市（尤其市中心）商业地产过多，住宅比例偏低。市中心住宅用地相对被压缩后，住房价格被推高，年轻人往郊区转移，职住分离造成交通拥堵，中心商业地产过剩，消费活力下降。上海的淮海路已经被民间笑称为“熟食一条街”，四川北路也是传统的商业街，最近也出现活力不足，商业地产过剩的现象。最后，城市中心的建筑容积率偏低。上海市中心的建筑容积率就被严格限制，这也影响到了住房的供给。因此，中国改善土地供给总量的同时，需要优化土地的使用结构，提高土地的使用效率，才能缓解目前一线城市房价的快速上涨。

中国当前非常严重的人、地要素的配置脱节是供给侧改革的一个方面，供给侧改革的本质就是让供给适应需求，顺应而不是背离市场经济的方向。中国在这方面的教训已经有很多了。

---

1. 方创琳、马海涛：《新型城镇化背景下中国的新区建设与土地集约利用》，《中国土地科学》2013年第7期。
2. 乔润令：《我国新城规划人口超现有体制达34亿》，http：//finance.sina.com.cn/hy/20131019/153317045900.shtml。
3. 陆铭、向宽虎：《破解效率与平衡的冲突——论中国的区域发展战略》，《经济社会体制比较》，2014年第4期。
4. 中国的利率长期以来被管制，去除通货膨胀以后，多年来的实际平均存款利率大约是1%，加上存贷利差3%，实际贷款利率大约4%。
5. 陆铭、欧海军、陈斌开：《理性还是泡沫：对城市化、移民和房价的经验研究》，《世界经济》2014年第1期。

6. 该表引自陆铭、欧海军、陈斌开（2014）。

7. 此处所指的是中国最大的三个港口天津、上海和香港。其中，到香港的距离其实也代表了到深圳的距离。

8. 陆铭、张航、梁文泉：《偏向中西部的土地供应如何推升了东部工资》，《中国社会科学》2015年第5期。

9. 完整结果（包括控制变量列表）请参见陆铭、张航、梁文泉（2015）。

10. 完整的结果请参见陆铭、张航、梁文泉（2015）。

11. 陈钊、陆铭：《首位城市该多大——国家规模、全球化和城市化的影响》，《学术月刊》2014年第5期。

第11章 财富幻觉与国民财富结构调整㊟

潘英丽

今天家庭财富市值中有较大的百分比无法发挥其养老的本质功能，“以房养老”的选择很大程度上建立在财富幻觉之上。

财富积累可以看成改革开放以来的一个重要的时代特征。发家致富曾经是被批被割的“资本主义尾巴”，现在已成为人们从事各项经济活动的基本动力。那么对于亿万家庭而言财富的本质和功能是什么？国民财富结构对家庭和社会有什么意义或影响？财富结构与人口结构、与社会经济体制是什么关系？本章期望通过引入“财富幻觉”概念对此做出系统分析，并提出国民财富结构调整和代际可持续发展的政策建议，供政府制定十三五期间的改革举措和宏观政策参考。

1. 财富的本质与财富幻觉

我们首先给出个人或家庭财富的定义及其对个人的意义。个人或家庭财富可由以下公式给出：

$$Wt=\sum Si=\sum(Yi-Ci)$$

个人或家庭某一时点的财富存量（Wt）等于以往历年储蓄的加总（∑Si）。这里储蓄(S)的经济学定义就是当年产出(Y)减去消费(C)后的

剩余产品。相当于农业社会农民家庭吃过用过后的余粮。在价值形态上，财富又可以计为个人或家庭净资产的总市值。

财富的主要功能是养老，即在丧失生产能力或工作收入后以财产性收入以及负储蓄或财富消耗方式支持老年期对物品和服务的消费。其目标函数是在世人生的福利最大化。

财富的本质是什么？财富在消费者生命期福利最大化过程中如何发挥作用？通常很少有人深究。对此笔者运用生命周期消费理论的简单模型进行界定。

图11.1提供了财富定义与财富代际转换的几何图解。图中的横轴用来表示两代人的年龄或所处生命期的不同阶段，纵轴是用商品或实际产出表示的收入与消费水平。根据生命周期消费理论，在人的一生中，低龄阶段的收入小于消费水平，处于负储蓄阶段，壮劳力阶段，收入Y大于消费C，存在储蓄S，后者由向上倾斜的收入线超过消费水平线的垂直距离表示。但在壮年的前期（比如25~40岁）储蓄主要用于还债；债务还清后的储蓄构成财富积累，财富由图中ABCD给出的面积表示。

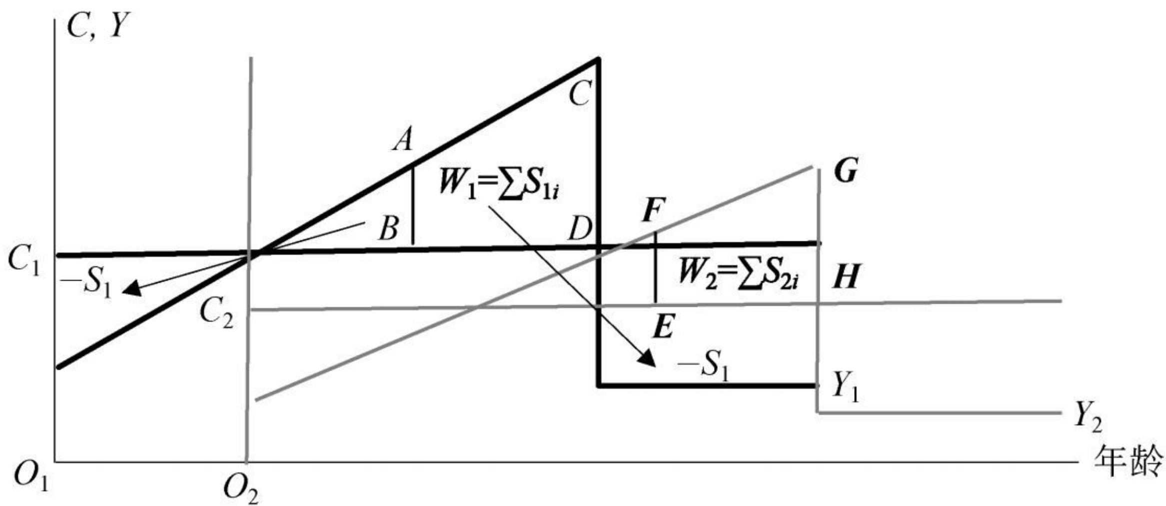


图11.1 财富定义与财富的代际转换

生命周期消费理论是由诺贝尔经济学奖得主莫迪利安尼等人提出来的。他们认为人们一生中的理性消费应该是稳定不变的，稳定的消费模式能给我们带来最大福利。消费水平的高低由我们一生收入的年度平均水平在考虑给下一代留多少遗产的决策后给定。因此年轻家庭应该举债消费，用工作收入提高后的储蓄来还债。生命周期消费理论的主要贡献在于揭示了储蓄或财富积累是人生特定阶段（即壮年期，比如45~64岁期间）的特殊经济行为。

从生命周期消费理论中，笔者悟出财富的主要功能在于养老。财富本质上是我们壮年期创造剩余产品的能力向老年期消费能力转化的载体。我曾问过EMBA学生，什么是财富？有同学很狡猾地说财富是身外之物。这个说法只有很小一部分是对的。因为超出养老所需的部分对个人确实是身外之物，对自身福利的影响很小。但是，对大多数平头百姓而言，财富的多寡对他们老年期的福利状态至关重要。

人们通常将财富与财富的持有形式混淆。经济学家将财富的持有形式分为四大类：货币、金融资产（比如银行存款、股票和债券等）、生产性资产（以机器设备厂房形式存在的企业、耕牛、运输车辆等），以及非生产性资产（房产、黄金、珠宝、古董字画等等）。笔者常用这样一句话来形容财富与财富形式的差异：“有钱人通常不是富人，而富人则很少有钱。”由于财富存在形式或各类资产市值的稳定性、收益性和流动性各不相同，随着富裕家庭增多，财富管理成为中国日益重要的金融服务业。财富管理目标在于财富的保值增值。但是笔者对财富管理有一个不太乐观的宏观视角。如果社会创造新增财富的能力没有提高或社会新财富没有增加，财富管理努力也只是零和博弈。

图11.1也给出了财富幻觉的几何解释。财富幻觉与货币扩张引发的资产泡沫无关，它是人口结构代际失衡的结果。我看到几个有关人口的数据，1961年我国总和生育率是6.1。1991年为2.2，21世纪以来

官方给出的数据是1.67，人口学家估算只在1.2左右。在此人口结构背景下，理解财富幻觉关键在于理解上一代人的财富如何发挥其养老功能。财富转换为老年一代可支配的消费物品和服务会有两个惊险跳跃。当前城镇家庭将2/3资产配置在房地产上，期望能够以房养老。以房养老需要先把房屋卖掉，再以获得的现金收入来购买所需要的养老物品与服务。当老一代人卖出的房屋只能由下一代人用他们的储蓄来购买，假定技术与制度条件不变，即使不考虑房屋折旧，下一代人口已减半，那么老一代房屋出售时价格减半似乎也有其必然性。这是马克思《资本论》中提到的“惊险跳跃”，即产品的“价值实现”。第二个惊险跳跃在于房屋套现后的货币购买力很可能已大幅度下降。再假定二胎政策得到贯彻执行，那么第二、第三代人的储蓄将更为有限，因为他们生产的剩余产品中更多部分将用于抚养下一代。也就是他们只有更少的剩余产品或服务可用来交换老一代人的住房。“惊险跳跃”将表现为房价大幅度的下跌和未来养老物品和服务价格的暴涨。这是人口的代际不平衡决定的两代人剩余产品供给的不平衡关系。今天家庭财富市值中有较大的百分比无法发挥其养老的本质功能，以房养老的选择很大程度上是建立在财富幻觉之上的。

今天人们十分看重物质财富，或者说，社会呈现很强的功利性，这是有其时代原因的。主要是新中国的第一代人无法养儿防老，也不能指望社会养老保险，因而出现财富积累的群体性焦虑，即必须赶在退休前积累起足够的物质财富保障自己的养老需要。但是由于财富幻觉，这种个体的理性选择却会导致集体的非理性结果。图11.1中细线表示下一代人的收入和消费线，上一代人的财富（由ABCD面积表示）与下一代人财富（EFGH面积）的兑换率是小于1的（W_2/W_1＜1），这一代人越是追求物质财富、越是忽略下一代人未来生产能力的提升，两个面积的差额或上一代人的财富幻觉部分也就越大。

财富管理的职能在于帮助家庭实现财富的保值增值，但是家庭财富的保值增值取决于我们实体经济有效产出增加多少。假如社会财富

不增加，那么所谓的财富管理只是一个零和博弈的过程，这是我的一个理论思考。

壮年期积累的财富转换为老年期消费能力可有三种方式：一是直接持有长期耐用消费品，供老年期继续使用；二是以货币信用或血缘关系为中介，将老一代人壮年期的剩余产品借给年轻一代消费，年轻一代进入壮年期后再将其剩余产品偿还给进入老年期的一代人消费，即剩余产品的代际交换；三是通过金融中介委托企业家代理投资和生产，以实现财富的保值和增值。

套现的钱再去购买我们的养老服务，比如说医疗保健、老年护理等等。那时候人口很少，我们这里后面会考虑到聊天机器人、家庭机器人，这个时候我讲的技术在这里，我暂时不考虑。在这种情况下，我们要购买的养老服务的价格不是今天的价格。所以有这两个惊险的跳跃，一个是当我们这代人要卖房的时候，房价不会是今天这个价格，腰斩是必然的，甚至比腰斩更多。当我们要购买养老服务的时候，养老服务不是今天这个价，可能叠加再叠加。我们用现在这样一个财富去置换下一代人的财富，他的剩余产品置换的时候，其实我们整个养老的消费很难用我们的房产去实现。所以这里面要讲到“倒按揭”，倒按揭的可操作性都从个体角度来理解，从两三代人之间的代际关系来看，保险公司要破产，银行也要破产，这个靠不住。

我想说的是什么？我们实际上存在一个财富的幻觉，因为从养老的功能角度来讲，我们现在房产的市值当中，可能有很大的一部分未来是烟消云散了，不能够发挥养老的作用了，这就是我们存在的幻觉。现在的问题在哪里？我在讲课或者演讲的时候在讨论这个问题：我们现在这代人为什么那么功利，为什么对物质财富那么追求？其实这并不是这代人不好。实际上问题是什么？首先中国几千年农业社会，养儿防老，独生子女政策其实不允许我们这么做了。在这种情况下，我们是不是可以依靠国家来养老？其实我们这代人很清楚，靠不

住的。两个靠不住，使得我们一定要把这代人养老问题安排好，我一定要追求更多的财富。这就是这代人为什么特别功利，特别追求物质，这里面存在一个财富幻觉。

2. 国民财富结构及其对家庭与社会的意义

国民财富的结构及其失衡问题

世界银行曾从社会角度对财富进行分类。世行认为，国民财富可分成四大类别：生产性资产、自然资本、人力资源和社会资本。其中最重要的社会资本世行第一次提出。世行将社会资本定义为，个体与制度相联系的混合物，它决定了在给定一笔资产的前提下，为何一个社会在增进可持续国民福利方面会比另一个社会更有效。

关于社会资本，学者们有很多不同的定义，比如有的定义为公共产品，有的定义为社会网络关系，也有将企业家精神、社会关系、文化（包括信任、价值观、关系型集体主义+个人主义等）定义为社会资本。笔者将狭义的社会资本定义为一国拥有的有效组织管理经济与社会的能力。它由界定个人和集体、政府和市场的职能及其相互关系，并使两组关系之间的协同效应持续增进的制度安排和服务体系构成。

就如在生产过程中不同生产要素有重要的互补性一样，国民财富在增进社会福利方面也具有重要的互补性。如果人力资本和社会资本不足，物质财富在增进国民福利方面的作用显然会大打折扣。

当前中国显然存在财富结构的严重失衡。一是我们生产性固定资产和非生产性实物资产存在过度投资和过度积累的问题。二是自然资源（土地、森林、矿产、水资源与清新空气等生态环境）存在掠夺性开发和透支。三是人力资本的积累仍然不足。这又表现为三种情况：劳动力简单再生产的衰减，即劳动者人数的减少与劳动者健康状况的

不利变化；义务教育资源的总量短缺与分配不均，应试教育导致综合素质以及动手和创造能力的下降；最后是包括制度、社会组织、诚信文化等要素在内的社会资本存在缺失与扭曲。

在四大类国民财富的结构中社会资本的缺失是最为关键的。这也就是十八大提出的“提高国家治理能力”的问题。社会资本缺失的核心问题是政府的定位与职能的扭曲。政府职能应该是界定和保护私有产权，维护市场秩序，为市场有效配置资源提供制度保障，并提供公共服务和适度的宏观调控以弥补市场之不足。相反，政绩竞赛、税收利益与设租寻租方面的激励机制、政府支配和配置资源的行政体制，以及招商引资特惠制与劣汰机制的缺失，一起造成了社会资源的错配和财富结构的失衡。

我们举一个实证研究成果说明社会资本缺失导致物质财富毁灭的场景。我们组织出版的国际论文集《十字路口的金融体系：国际经验与中国选择》（2013中文版，2014英文版）中，瑞士学者让—路易·阿坎德（Jean-Louis Arcand）用中国1658个县市的8248个样本数据实证分析了信贷与人均GDP以及人均GDP增长速度的关系。分析结果是县市信贷/GDP比例每增加1%，人均GDP下降0.164%。当信贷/GDP比例从20%增加到120%时，当地人均GDP增长从+2%变成了-4%。信贷比例与当地人均GDP负相关的背后逻辑其实并不复杂，即银行信贷更多支持了地方政府的无效投资项目（比如众多分散并空置的工业开发区、无人居住的鬼城等等）。贷款到期前银行以利息的方式抽走当地资源，但最终贷款本金终将出现大规模坏账，一种满盘皆输的结局。

当前金融界面临严重的“资产荒”问题。无论是家庭还是金融机构都不知道资金往哪里投。其实“资产荒”背后是“好企业荒”。资源错配，产能过剩，企业盈利能力大幅度下降。国有企业大而不强，民营经济恶性竞争。通缩阴影下全球央行货币的量化宽松则引发了家庭的通货膨胀焦虑。家庭期望以实物资产抵抗未来通胀，商业银行则

认为房地产抵押贷款既安全又流动性良好。这种投资理念显然存在错误，因为人们认识到财富结构失衡的危害，没有考虑人口自身的代际失衡所带来的长期隐患。也许我们前十几年赚了钱，财富也增值了，但是并不能排除未来财富贬值，赚到的利润再吐出来。人口的代际失衡和财富的结构性失衡将会带给大部分家庭和金融机构很难规避的系统性风险。

财富增进家庭和社会福利的约束条件

财富在增进个人、家庭和社会福利方面存在约束条件。一是财富满足消费者不同层次需要的能力和自身耗损的速度，物质财富无论是生产性还是非生产性资产基本上都有耗损或折旧的问题。二是财富的代际兑换率W2/W1，即上一代人积累的财富与下一代人生产的剩余产品之间的交换比率,取决于代际的人口结构关系和下一代人未来的劳动生产率。三是国民财富四大类之间的互补性和结构合理性。如果某一类财富出现瓶颈，其实三类在增进国民福利方面就受到很大制约。当前，我国面临的主要瓶颈是社会资本的缺失或不健全，导致国民财富结构的失衡和匹配性差。后者直接降低了生产性资本、自然资本和人力资源在增进国民福利方面的低效或无效。

3. 财富结构调整与代际可持续发展政策

中国未来的最终消费需求与财富结构变化的长期趋势

随着时间的推移，中国人口老龄化和人均收入的提高是最为确定的趋势。根据恩格尔定律及其拓展的应用，我们可以确定食品和物质产品的消费在人们消费支出中的相对重要性将会不断下降；相比较，精神文化产品的体验和即时消费服务的重要性会不断增加。由于物质财富具有的技术折旧与物质损耗，再加上不求拥有但求共享理念的兴

起，个人、家庭对物质财富需求会相对减少。最近高科技产业投资方面的专家预测，我们目前持有的汽车90%的时间是停着而非行驶的。无人驾驶技术的普及将使家庭的汽车需要减少80%。在年轻一代乐意共享而非拥有时，对房屋的需求也将明显下降。这些新理念的兴起并成为社会消费主流模式的趋势都意味碰上未来对物质财富的需求会减少，其市场价格无疑也会不断下降。相比较，精神文化财富具有共享性、耐耗性，甚至是永续性。几百年前的古典音乐家创造的经典曲目仍然得到越来越多中高层社会群体的喜爱，几千年前大思想家的经典著述今天继续给我们众多的人生启示。精神文化精品的生命力和社会价值似乎并不存在折旧，反而会随着社会进步而不断增值。

由此可见，具有文化内涵和技术含量的物质产品生产能力，精神文化产品的生产能力，以及即时消费服务的供给能力的重要性将日益显现和增加。最后由于中国社会发展水平的多层次性与多元社会结构的特征，经济和社会的发展将会使我们各阶层分阶段进入到“后物质主义”的时代。

关于代际可持续发展与财富结构调整的政策建议

针对财富积累及其结构与未来增进社会福利的客观需要的不匹配性，笔者提出财富结构调整的三大政策，供政府决策部门参考。

首先，实施代际平衡可续型的人力资源开发战略。这包含三个层次的社会政策：一是全面放开生育限制同时对第二胎实施补贴政策。二是加大义务教育资源的投入，提高义务教育均质和平等性。建议义务教育责任完全由中央政府承担，义务教育经费或资源的分配完全根据地区人口流动现状与地区适龄儿童数量进行，以此改变目前落后地区地方政府教育投入严重不足以及中央政府投入按行政区划分配这种与社会客观需要不符的错配。三是全面改革现行教育制度，提高下一代综合素质、专业技能和创造力。四是以中央政府发行实名虚拟教育

券的政府采购方式推进再就业培训，推进去产能和去杠杆过程中员工安置和再教育培训，帮助过剩的低端制造业产业工人与农民工经过培训以适应制造业升级和即时消费服务业发展对人力资本的特殊要求，促进产业结构有序调整和合理化。

其次，转变政府的立场和职能，健全市场基础性制度，逐步退出金融领域的国家信用担保，真正发挥金融市场有效配置资源的积极作用。中央政府的赶超战略和地方政府的GDP政绩追求决定了60余年来政府立场始终是帮助企业筹集廉价资本，而不是保护中小投资者防范商业的欺诈行为。这在金融领域表现为资金融通的国家信用担保和银行与股市功能的财政化。国家信用担保导致借贷双方的道德风险，以及信贷与投资的过度扩张。金融功能的财政化则使国有企业和地方政府支配更多社会资源，导致金融资源的错配和低效率使用。低效率经济活动的过度扩张必然导致结构扭曲，资源浪费和系统性风险的持续积累。因此，要让市场在资源配置中发挥决定作用，前提就是政府立场需要从帮助企业筹集廉价资本转到促进企业与投资者利益的一致性上来。政府需要构建有效界定和保护私有产权的法律制度；健全信息披露制度，强化监管的威慑性，防范商业欺诈，提高市场透明度；同时需要退出政府信用担保，健全优胜劣汰的企业破产和市场退出机制，营造适合好企业发展的生态环境；进而消除“资产荒”，打通储蓄通往高成长产业和高效率企业的投融资通道。必须杜绝将体现人口红利的高储蓄或社会生产资源浪费在低效率项目上，否则金融危机与社会危机终将难以避免。

最后，需要强化知识产权的保护，并探索即时消费服务业的权责界定机制和新型商业模式。如前所述，随着人均收入的提高，人们对物质产品的技术与文化内涵的需求日益增强，精神文化产品需求也将快速增长，内容经济的地位日益突出。因此政府能否有效保护知识产权就成了这些产业健康发展的重要前提。知识产品保护相关法律的健全和有效执法变得十分重要。另外，笔者认为，即时消费服务业未来

发展空间非常宽广，其对国民经济的重要性可能会逐步替代房地产业的地位。但是即时消费服务业与传统制造业有着本质的区别。商品的生产、销售和消费是先后继起的三个阶段，而即时消费服务的生产、销售与消费是同一过程，具有很强个性化、人性化和专业技术要求。因此，与制造业产品质量的认证与鉴定不同，即时消费服务业的权责界定和质量保证相对复杂和困难。这一点在医患矛盾和养老服务业表现最为突出。服务提供者的职业道德、敬业精神和市场信誉，消费者的理性和遵纪守法，都是即时消费服务业健康发展的基本要素。如何健全法规行规，形成有效的市场秩序，并通过商业模式的创新来适应其发展的特殊要求，这是一个需要研究的重要课题。另外即时消费服务业发展的另一个瓶颈在于具有良好服务技能和敬业精神的人才不足，需要探索相应的专业培训、技术传播与专业评价机制，或在即时消费服务业引入学习型的现代企业组织，来消除这些发展瓶颈。

---

1. 2010年12月19日笔者在上海市社会科学界第八年学术年会的大会主旨演讲中首次提出“财富幻觉”概念，并在《中国出口导向型经济的双重战略风险与财富幻觉》一文中提出这一概念（见《探索与争鸣》2011年第3期）。

第12章
当前中国房地产市场是否有泡沫？
——从深圳房价的暴涨说起

韦志超

就一线城市（特别是京沪深）而言，不能简单认为存在泡沫。中国经济增速较高以及供地较少基本可以解释高房价。按照目前的土地供给政策，京沪深的房价未来向香港看齐甚至超过都非常正常。解决京沪深高房价的根本方法在于改变控制人口数量的政策，增加城市的土地供给。

1. 引言

2016年上半年一线城市房价的暴涨成为大家关注的热点。短短半年内，深圳的房价涨幅高达50%（图12.1）。有人开玩笑说深圳的房价快要赶上香港。与此同时，北京和上海的房价也连续攀升，被戏称为“超英赶美”。有人断言，目前的高房价不合理，存在着巨大的泡沫和风险。

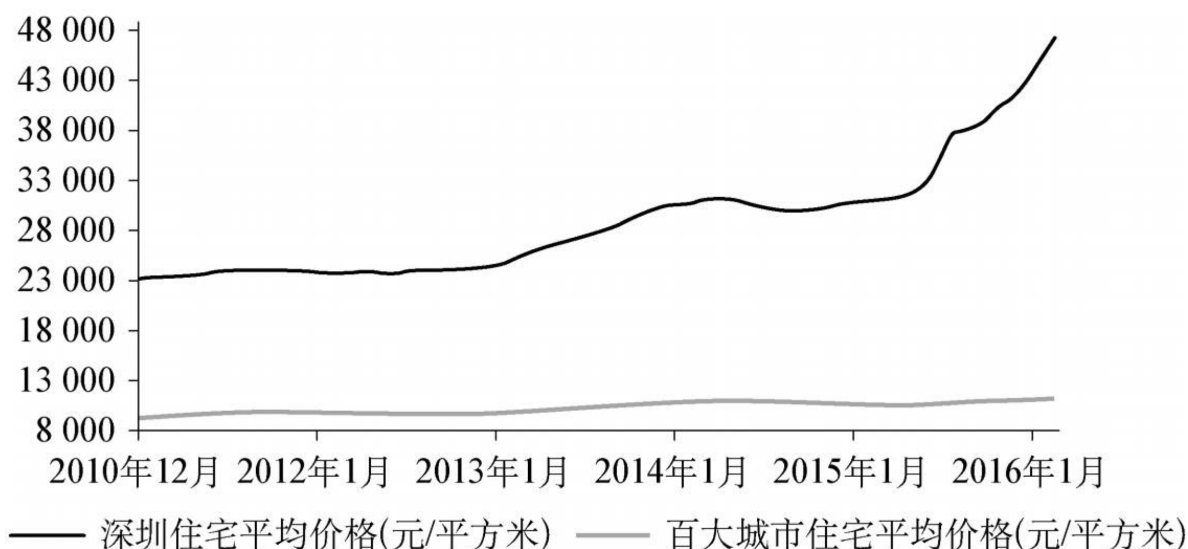


图12.1 深圳房价2015~2016年暴涨

资料来源：Wind

2. 房地产市场的供给—需求分析

既然深圳是本轮房价暴涨的焦点，我们就从深圳说起。深圳的房价是否合理？是否被高估？能否和香港相提并论？我们从最基本的经济学出发，对这些问题进行分析。经济学原理告诉我们，价格是由供给和需求两方面共同决定的。以下我们分别从供给和需求两方面对比分析香港和深圳的住房市场。

首先从需求面分析，假设人的偏好是一样的，那么需求的差异主要取决于收入水平。按照官方公布的数字，2015年深圳的人均GDP是2.6万美元，香港的人均GDP是4.2万美元。往前看，按照国际上普遍的预测（比如国际货币基金组织和世界银行），中国未来20年还能保持5%甚至6%以上的增长，而香港未来的增长率则在2%~3%之间，如果不考虑汇率因素，深圳的人均GDP大概在17年后赶上香港。乐观地说，20年之后深圳的人均收入很可能还要比香港高，因此从长远来看，需求面深圳要强于香港（图12.2）。

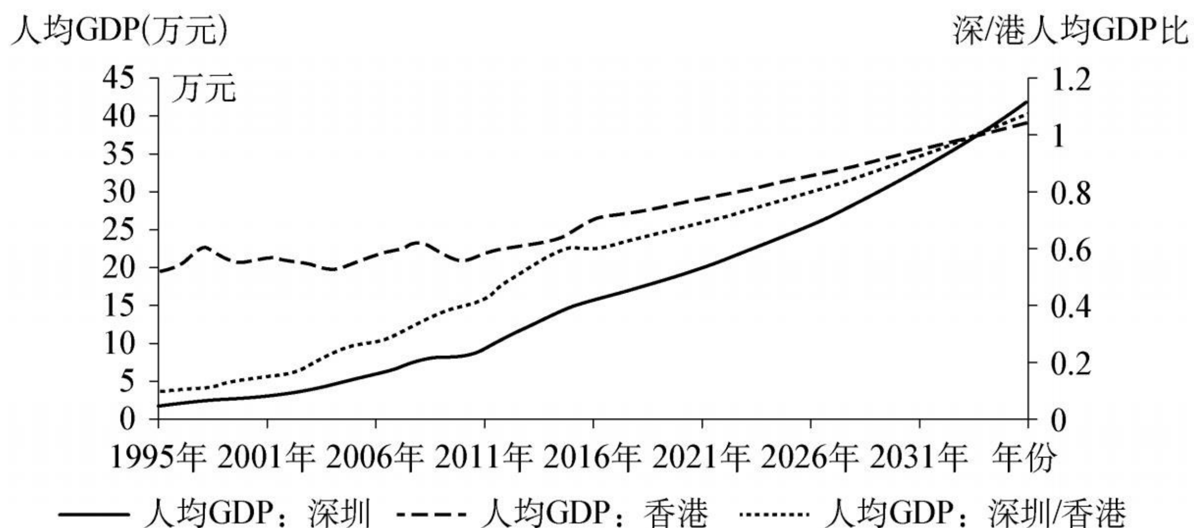


图12.2 深圳人均GDP将在2033年左右超过香港

资料来源：Wind

我们再从供给面进行分析。目前，深圳的住宅供给面积是香港的3倍左右，考虑到深圳的常住人口是香港的1.5倍（深圳常住人口1100万，香港730万），深圳的住宅供给密度大概是香港的2倍左右。往前看，深圳的人口增速很可能快于香港，住宅供给也会趋势性减少，因此深圳与香港的住宅供给密度之差将减少（图12.3）。

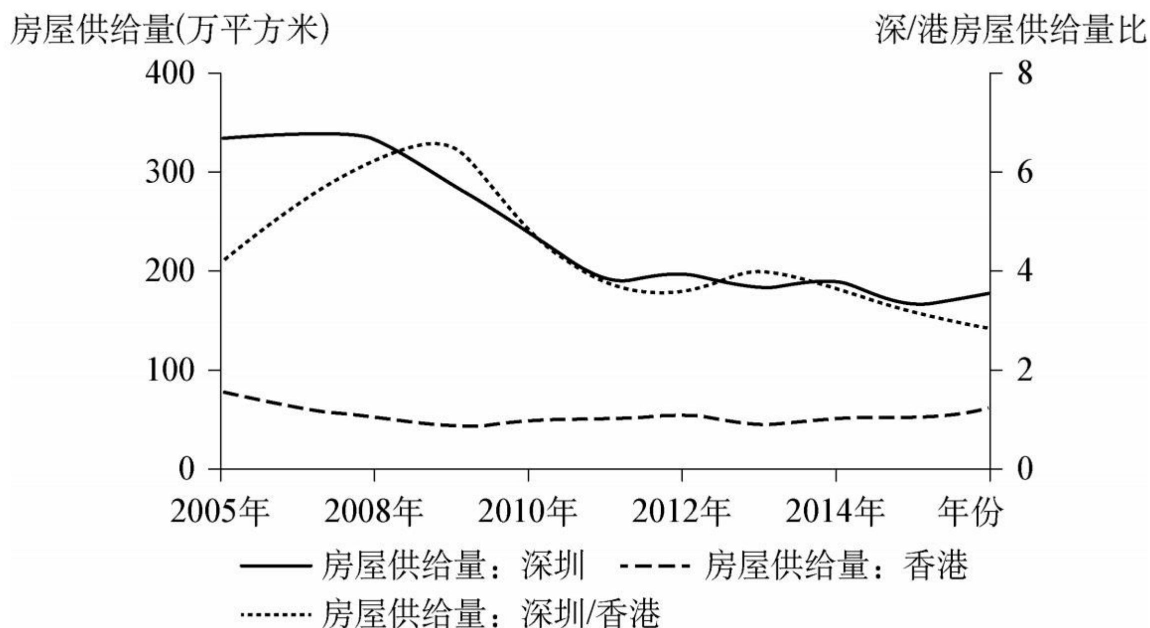


图12.3 深圳的房屋供给总量只有香港的3倍左右

资料来源：Wind

因此，简单的供给需求分析表明，深圳和香港的供需方面都是可比的，深圳未来的房价确实有可能赶超香港。

在运用供需关系的框架对深圳和香港的比较来推断深圳房价的合理性中，一个关键的假设是香港的房价是健康的和符合供需规律的，也就是说，并不存在泡沫。判断房价是否符合市场规律的一个常用的指标就是租金回报率。目前中国香港的租金回报率在2009年之后一直稳定在大概3%左右，远高于银行存款利率，介乎美国十年期国债以及企业债利率之间（图12.4），因此很难说香港的房价存在泡沫。更为具体地说，香港的高房价是由于香港人为控制土地供给而并非因为存在泡沫。

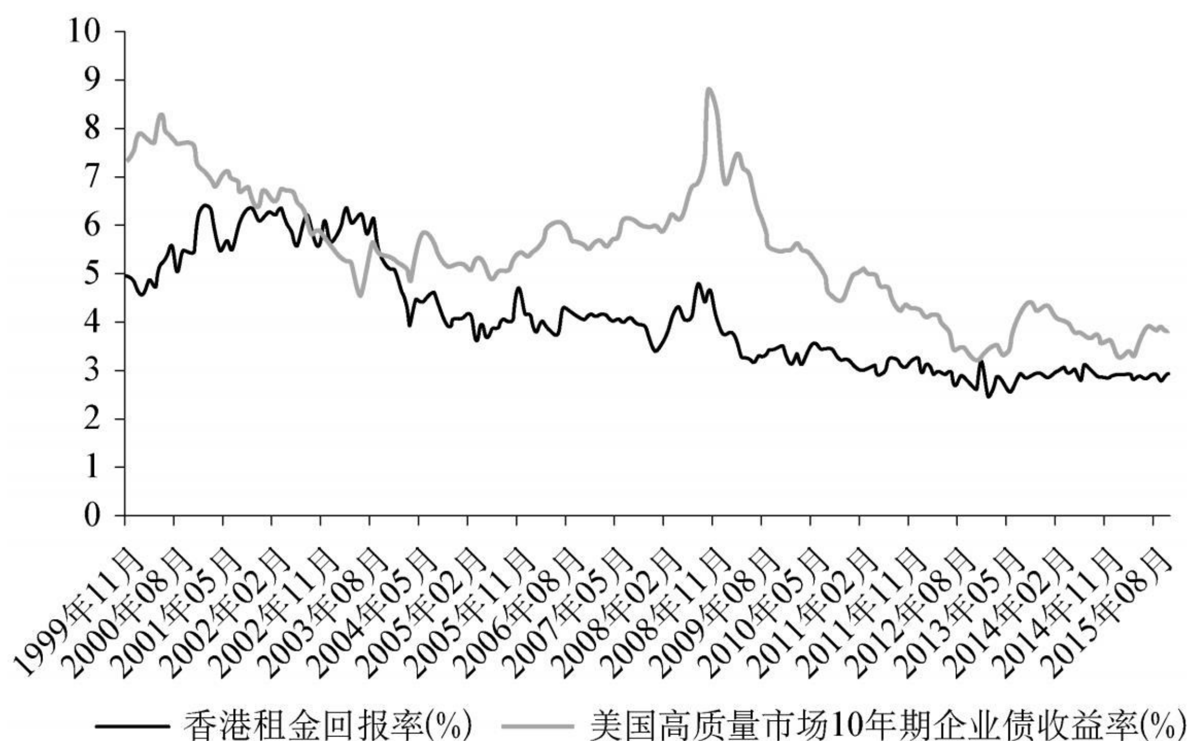


图12.4 香港的租金回报率还不错

资料来源：Wind

目前，香港的平均房价为96000元/平方米，而深圳的平均房价是47428元/平方米，因此香港的房价大约是深圳的2倍。如果按照上面的

分析，未来20年深圳房价能和香港房价并驾齐驱。即使我们假设香港的房价不变，假如现在投资深圳的房地产，粗略看起来平均每年在房价上的复合资本回报率是3.5%。另外，目前深圳的租金回报率是1.0%以上，也就是说深圳目前投资房地产的粗回报率可达到4%以上，即使记入折旧以及房产税等因素，回报率应该有望达到约4%。而目前一个月的理财收益率是3.8%，一年期存款利率是1.5%。考虑到利率趋势性下降是大概率事件，因此投资深圳的房地产不失为一个回报率不错的选择。

以上分析的大致结论是，按照目前的政策和未来的发展，深圳的房价未来将达到甚至很可能超过香港的水平。按照目前的价位，投资深圳的房地产仍有较高回报，并不能简单地把深圳的高房价归为泡沫。

3. 如何理解高房价

但为什么市场主流声音都认为深圳乃至一线城市会有泡沫，房价高不可攀呢？这里的一个重要原因是因为人们一般评估房价合理性的时候，都会做国际比较。两个被大家广泛应用的指标是房价收入比和租金回报率。国际上一般的房价收入比是4~6，而中国前几年要高达9~10，基本是国际水平的2倍左右。近来虽然有所下降，但仍然高于国际平均值；一线城市的租金回报率在1.5%~2%，在前几年低于一年期存款利率，也远远低于理财利率。因此，中国房地产市场被广泛认为有泡沫。

但是这种国际比较忽略了中国的特殊性，从而存在两个缺陷：第一，中国的经济和收入增速更高；第二，中国的土地是垄断的，特别是一线城市人为控制土地供给更为严重。

第一点早在2007年房价暴涨的时候已经被某些有识之士指出来了，只不过当时人们对这一点还重视不足，即使现在也并不被广泛认知。简单地说，房价收入比是用当期的房价除以当期的收入算出来的，但这种比较是有缺陷的，因为每个国家的收入增速是不一样的，发达国家一般的经济增速在2%左右甚至更低，而中国未来将近20年的经济增速则被广泛认为可以达到5%甚至更高。假设两个国家基年收入相同，在20年之后，5%增速的国家的收入水平是2%增速的国家收入水平的1.79倍，前者的平均收入则是后者的1.4倍；如果增速假设为6%，则高增速国家的20年后收入水平和20年间平均收入水平分别是低增速国家的2.16和1.57倍（图12.5）。因此，简单套用房价收入比是有问题的。

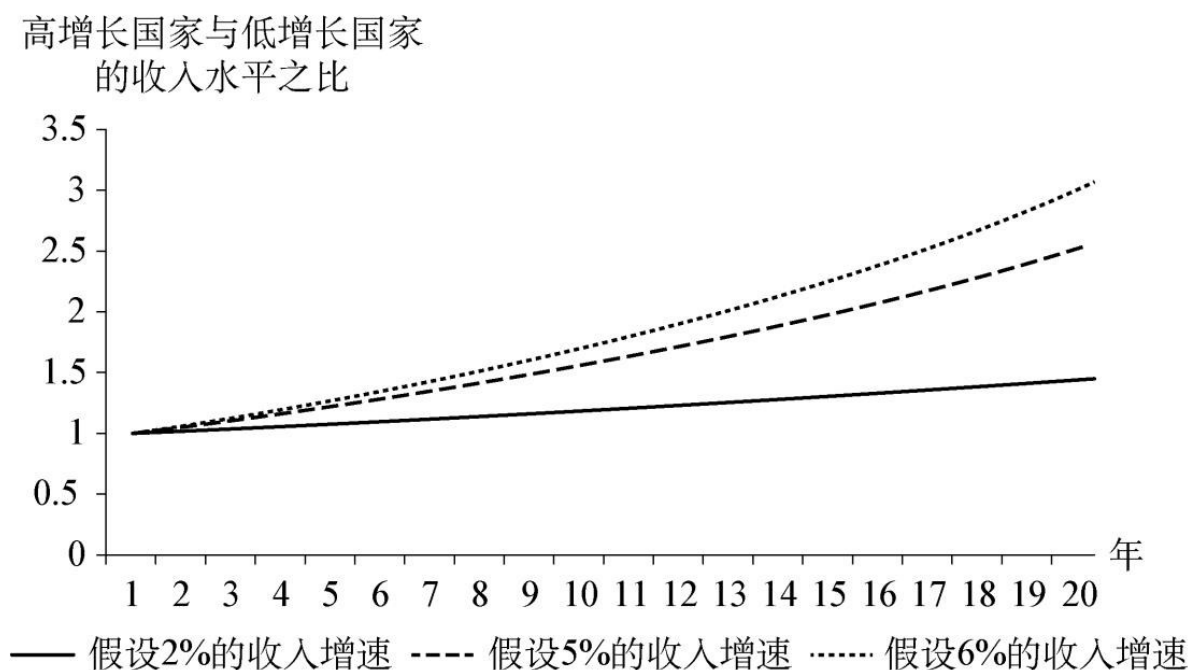


图12.5 不同收入增速下的收入增长路径

资料来源：Wind

事实上，房价收入比确实反映了人们对未来收入水平的预期。以中国的二线城市为例，由于2011年之前中国的经济增长率很高，人们对未来收入增速有着较高的预期，因此房价收入比也相当高，2011年

高达13，但随着经济减速，人们对未来收入增速的预期下调，2015年的房价收入比已经大幅下降为9.3（图12.6）。

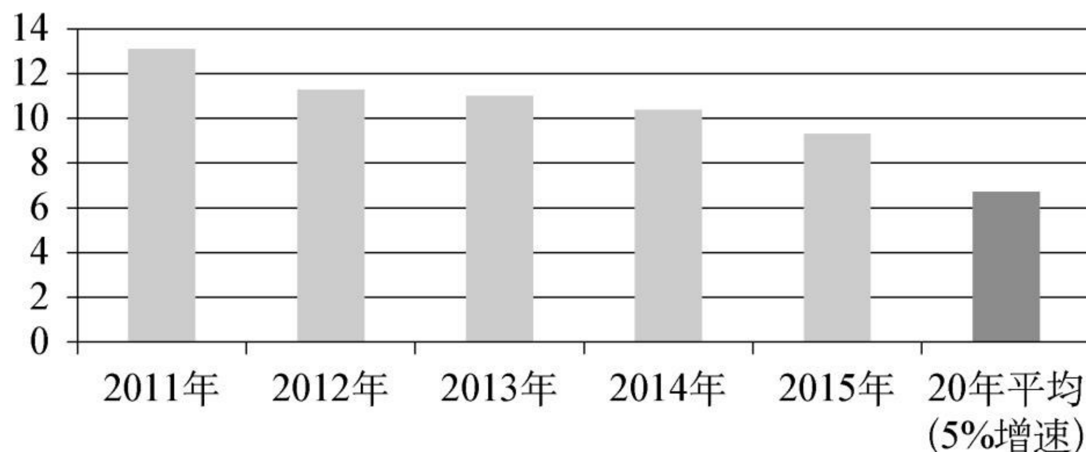


图12.6 二线城市房价收入比

资料来源：Wind

基于上述分析，由于房产投资回报以及经济增速都是中长期的经济变量，我们不妨以20~30年的平均收入取代当前收入，来计算房价收入比。按照5%的增速下的20年间的平均收入来计算的房价收入比仅为6.6。另外，中国的人均可支配收入这个指标被广泛认为低估了居民的实际收入，因此，如果把这个因素考虑在内，中国的房价收入比可能更低。

这样，讨论房价收入比是否过高的核心问题就归结于讨论中国未来的增速是否能够保持5%以上。当然，关于这个问题有很多的争论。一个被普遍引用的观点是，2012年世界银行出版的《2030年的中国》做出的预测是中国经济增速将逐步下降，2030年下降到5%左右，也就是说2030年之前中国经济增速都在5%以上。和这个观点相一致的，很多分析指出，中国目前的情况和日本20世纪70年代初以及韩国、中国台湾20世纪90年代初的情况相似。如果按照这3个经济体之前的走势，中国经济增速将逐步下滑，2020年左右达到5%的增长平台，然后在较长时期内维持5%左右的增速（图12.7）。

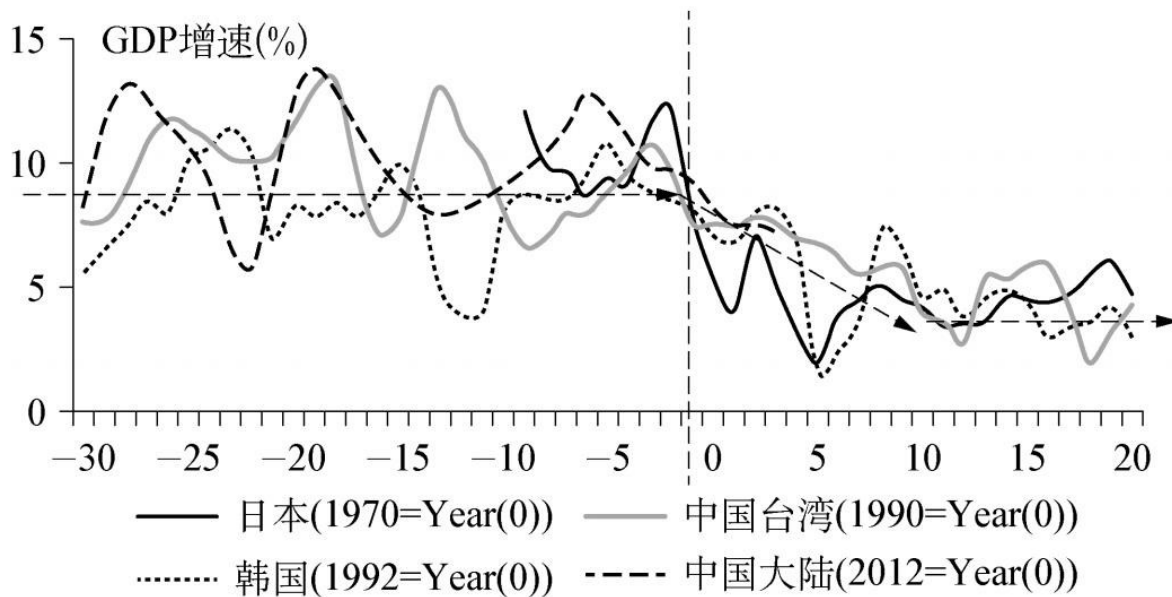


图12.7 中国大陆未来的GDP增速将类似当年的日本、韩国和中国台湾

资料来源：Wind；DRC

还有一个被大家广泛使用的指标是租金收入比。一个常被提到的说明泡沫的理由是一线城市的租金回报率只有1.5%~2%。实际上，按照我们以上的分析，假如把房价每年3.5%的增长率算上的话，综合回报率为5%左右。对于二、三线城市来说，从以上的分析来看，调整后的房价收入比并不高。假设二、三线城市的价格一直持平的话，目前的租房收益率大概在3.5%左右，这个收益率在几年前可能不高，但是目前来看并不低。现在的一年期定期存款利率是1.5%，一年期理财利率是4.2%，而且随着中国经济增速的下行，资本回报率逐步下行，利率仍有下行空间；另一方面，随着中国人均GDP的提高，租金价格将走强。因此，结合两者来看，并不能根据二、三线房子的租金收益率过低而认为二、三线城市存在着泡沫（图12.8）。

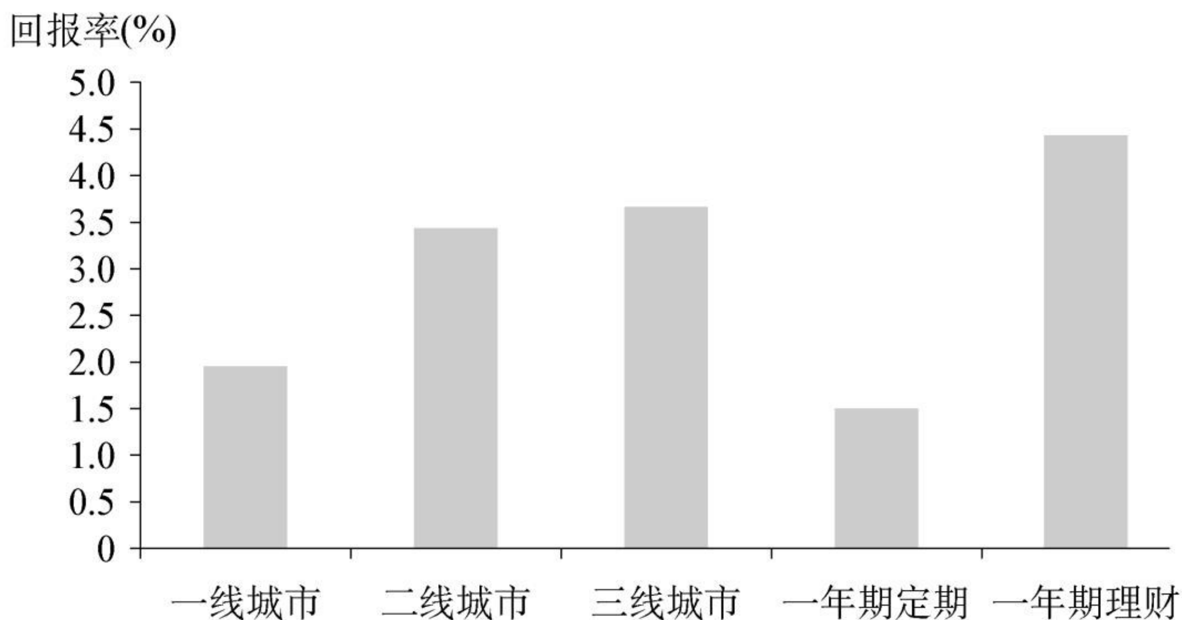


图12.8 租金回报率与定期、理财比较

资料来源：搜房网；WIND

另外一个被市场广泛忽略或者不够重视的问题是土地供给对房价的影响。土地供给对房价的影响在国外有比较成熟的研究，研究普遍认为两者是负相关的。由于种种原因，国内关于这方面的研究并不多见。其实，如我们在第二部分所讨论的那样，从简单的供给—需求关系上看，土地供给和房价的负相关关系很好理解。而这一关系也被大量数据所支持。从国际上看，纽约和伦敦的人均GDP都要比香港高不少，但房价要比香港低不少，明显可以看出土地供给的重要性，因为中国香港的土地是垄断的，而欧美的土地则近似完全竞争市场。

具体到内地的例子，一个可以形成鲜明对比的例子是广东的双子城：广州和深圳。官方公布的广州和深圳的人均指标都差不多，无论是人均GDP还是人均可支配收入，也就是说房价的需求面是类似的（图12.9）。

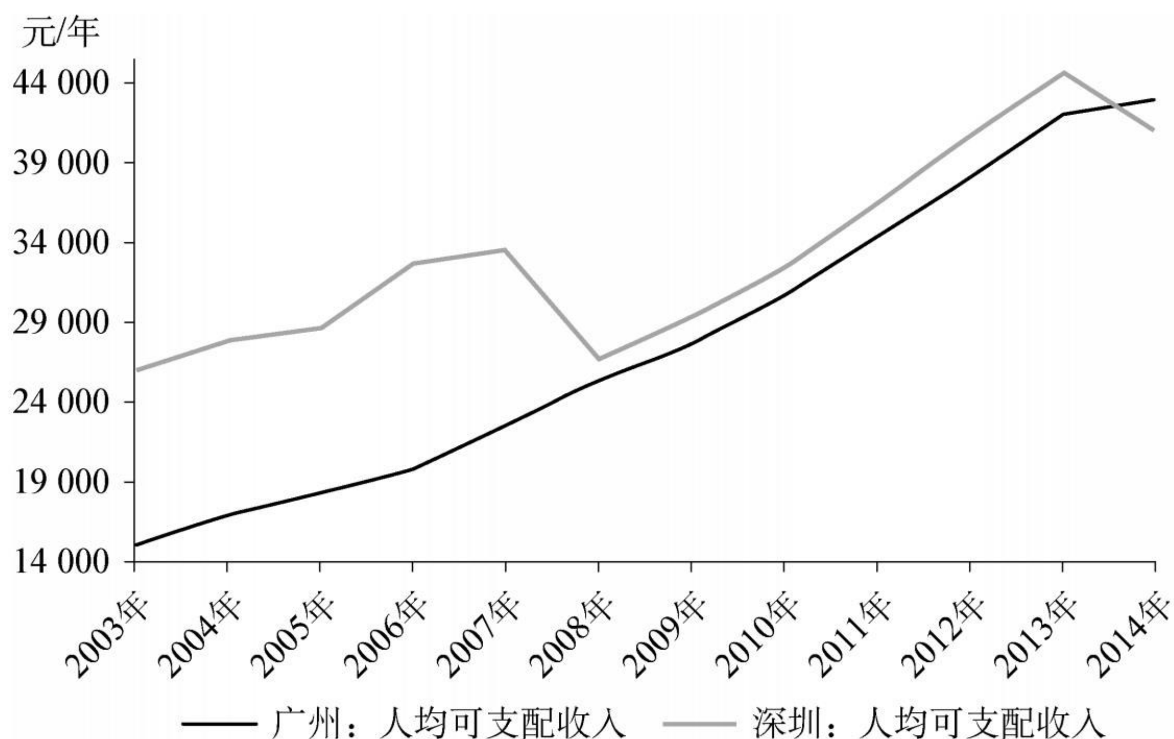


图12.9 广州和深圳的人均可支配收入比

资料来源：Wind

但是广州和深圳的房价则大相径庭。深圳的房价一直要比广州高30%~40%，2015年之后这个差距明显拉大，已经是广州的2倍以上甚至接近3倍（图12.10）。

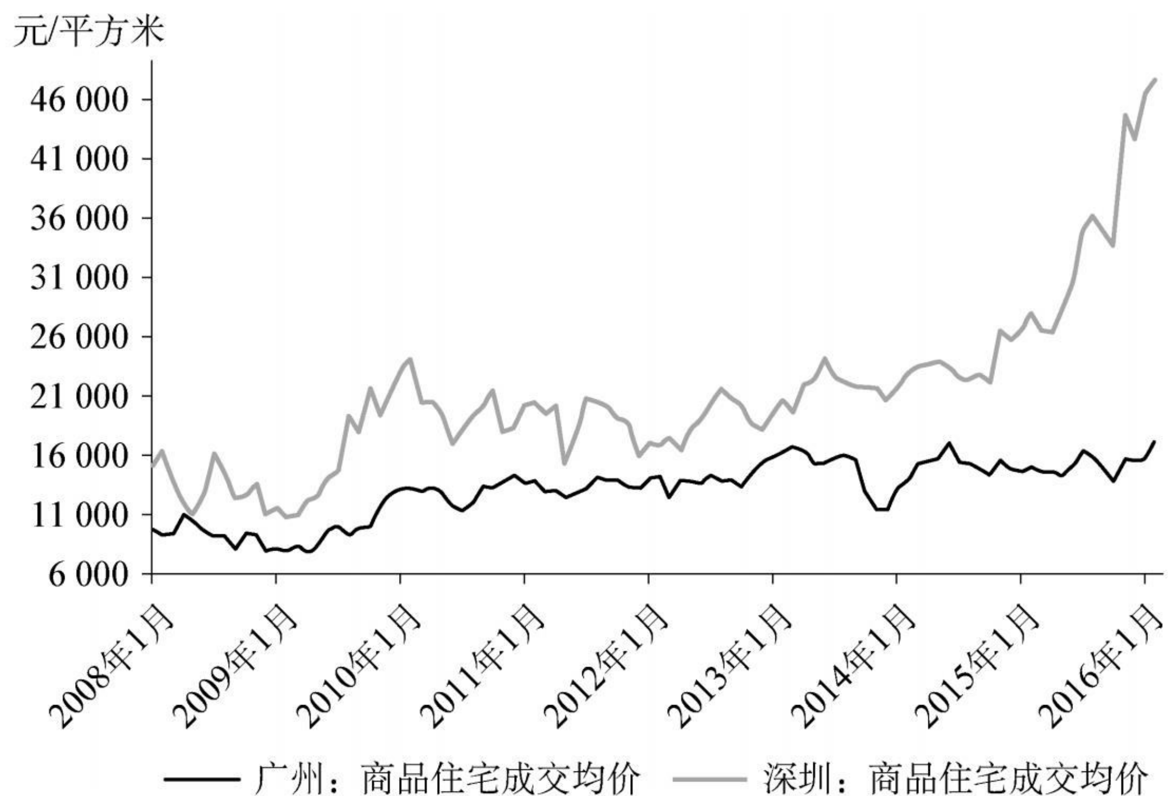


图12.10 深圳的房价远高于广州

资料来源：Wind

这个奥妙在于供给面，也就是土地的供给。2008年广州的供地面积还只是深圳的2倍多，而最近两年广州的供给面积已经达到了深圳的7倍了。因此，从这个角度，很容易理解为什么深圳的房价要远高于广州了（图12.11）。

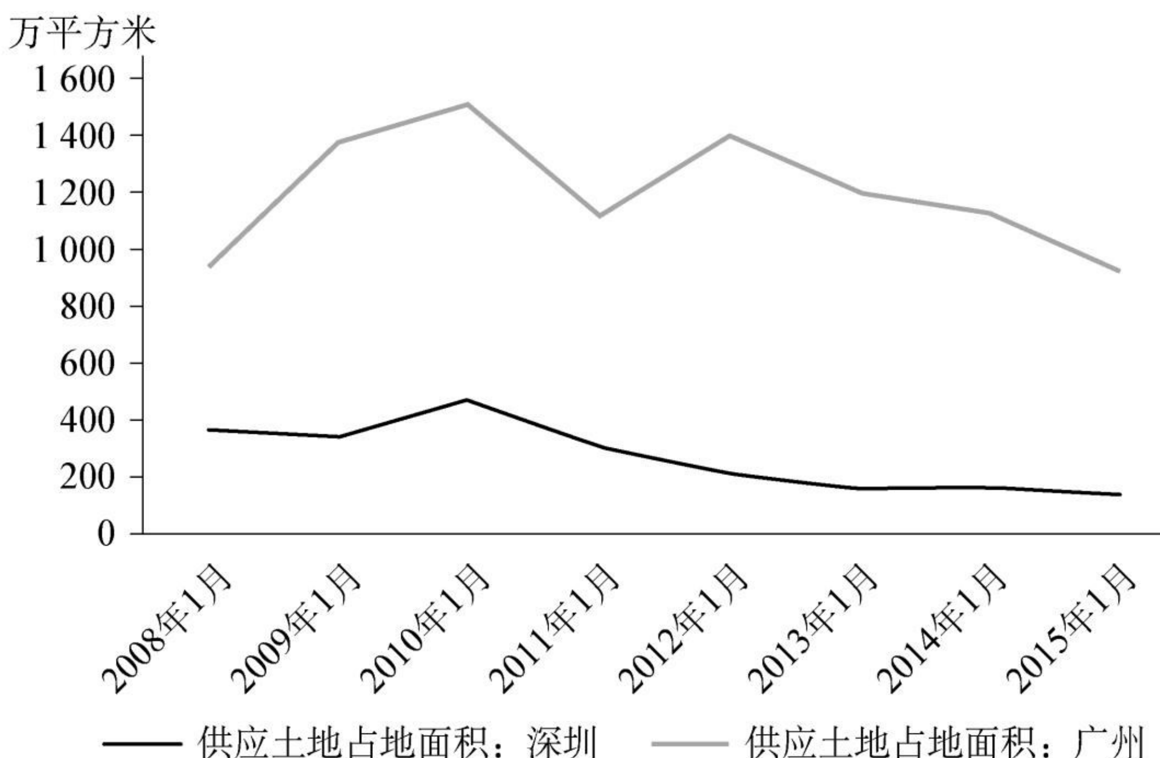


图12.11 深圳土地供给面积远小于广州

资料来源：Wind

4. 控制城市规模的新政

中国内地的土地供给制度基本上是学习了香港的土地批租制度，政府是土地的垄断提供者。按照标准的经济学分析，政府会比市场竞争的状态更少地提供土地。但实际上，由于地方政府的短期行为，在一定程度上弥补了这方面的缺陷。地方政府官员的任期较短，因此更有动力早点把土地变现，过度卖地，因此在大部分城市并没有明显出现类似香港那样土地供给奇缺的状态。

但是，对于北京、上海和深圳则是另外的故事。最近一两年，北京和上海明显地表示出了控制人口的强烈意愿。根据2015年7月公布的《京津冀协同发展规划纲要》，北京将坚持“控”与“疏”双管齐

下，严控新增人口，2020年人口控制在2300万以内，中心城区力争疏解15%人口。基本在同一时期，上海也出台规定，宣称在“十三五”期间，上海将守住常住人口规模底线，把常住人口不超过2500万作为长期调控目标。

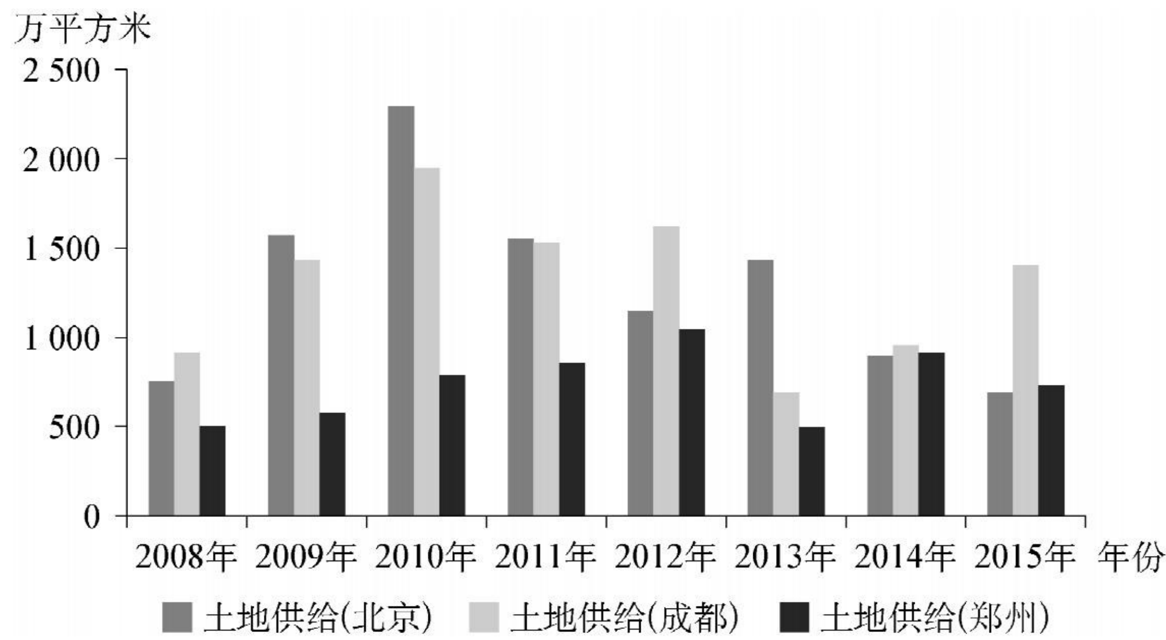


图12.12 北京的土地供给不断减少

资料来源：Wind

过去两三年，政府在刻意制定措施试图减少北京的人口，可以明显感觉到这方面在收紧。政府试图把某些教育和医疗机构搬出北京，也利用一些行政措施移出一些低端产业，同时收紧北京的户口指标发放。除了这些，最为重要的一个措施是减少北京的土地供应。过去五年，北京的土地供应面积和成都差不多，而成都的人口只有1400万；而最近两年，北京的土地供应面积和郑州以及济南差不多，而郑州的人口只有900万，济南的人口只有700万。另外，由于种种原因，北京供应的土地容积率普遍较低，因此北京的土地供应密度实际上还要更差。

与深圳相比，尽管北京的土地供给是深圳的6倍多，但是一方面北京的人口是深圳的2倍，另外，北京的土地容积率较低，因此施工面积

仅是深圳的2~3倍，因此实际上北京的住房供给密度和深圳是差不多的（图12.13）。

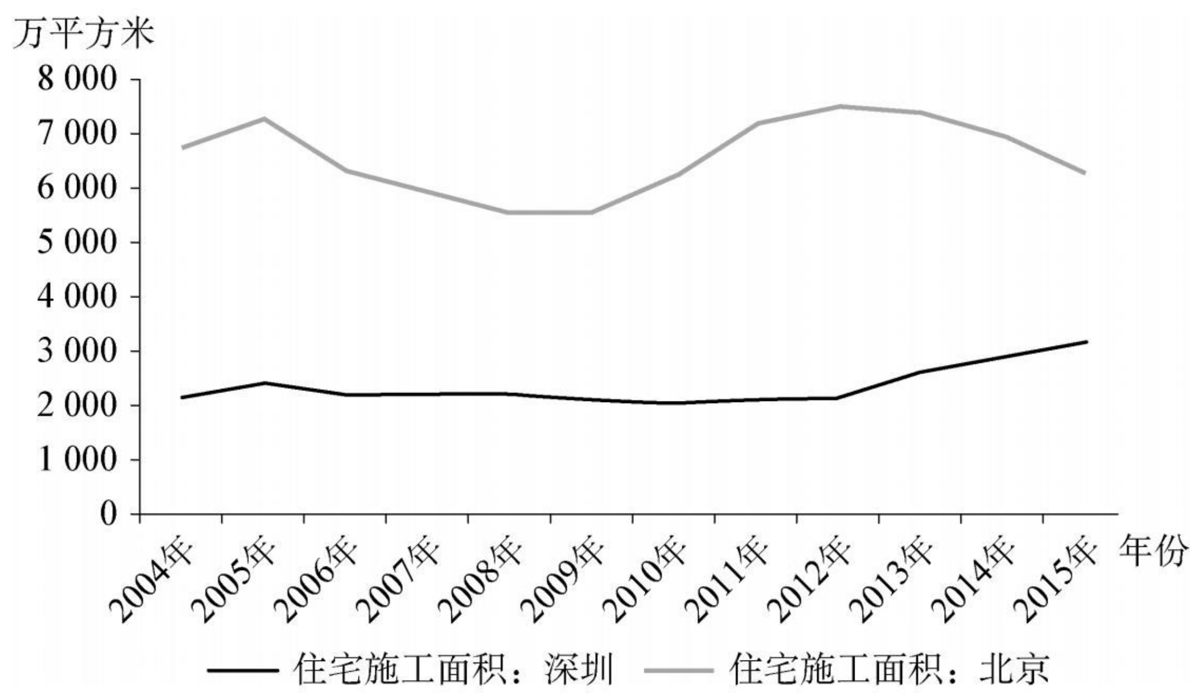


图12.13 北京的房屋供给是深圳2倍左右，但人口也是2倍

资料来源：Wind

5. 大城市控制人口规模是否合理

那么，很自然的一个问题就是，控制大城市人口是否合理？当然，这也是一个富有争议的问题。反对大城市的人一般会强调大城市病，指的是在大城市里出现的人口膨胀、交通拥挤、住房困难、环境恶化、资源紧张等“症状”。支持大城市的人则在学术界是主流，一般认为城市有集聚效应（agglomeration effect），人口多了可以提高效率。而从现实的状况来看，大城市是国际的主流（表12.1）。

表12.1 全球各大都市圈人口面积概览

	人口(万)	面积(平方千米)	本国人口(万)	占本国人口比例(%)
大东京地区	3 783	1 403	12 700	29.8
大首尔地区	2 560	11 704	5 153	50.5
大孟买地区	2 500	2 000	127 600	2.0
大墨西哥城	2 250	1 500	12 000	18.8
大纽约地区	2 010	17 405	32 200	6.2
大圣保罗地区	1 968	8 051	20 500	9.6
大莫斯科地区	1 680	2 511	14 400	11.7
大伦敦地区	979	1 738	6 472	15.1
北京	**2 170**	**16 410**	**130 007**	**1.6**
上海	**2 426**	**6 340**	**137 000**	**1.8**

资料来源：World Bank, United Nations

从世界上各个主要大都市的情况来看，2000万~3000万人口的城市有不少，而这些城市占全国的人口比例都较高。特别需要参考的是日本和美国。大东京人口高达3700万，按照这个体量，北京和上海的人口理应比这个高，因为中国的人口是日本的10倍以上，因此北京、上海这种大都市的人口理应比东京还要多，4000万~5000万基本不是问题。

可惜目前对北京、上海的定位是人口过多，需要控制，最后倒逼政府减少对土地的供给，并导致土地价格要高于合理的市场价格（图12.14）。如果政府不改变目前控制土地供给来控制人口的措施，北京、上海的房价高企将是不可避免的事情。

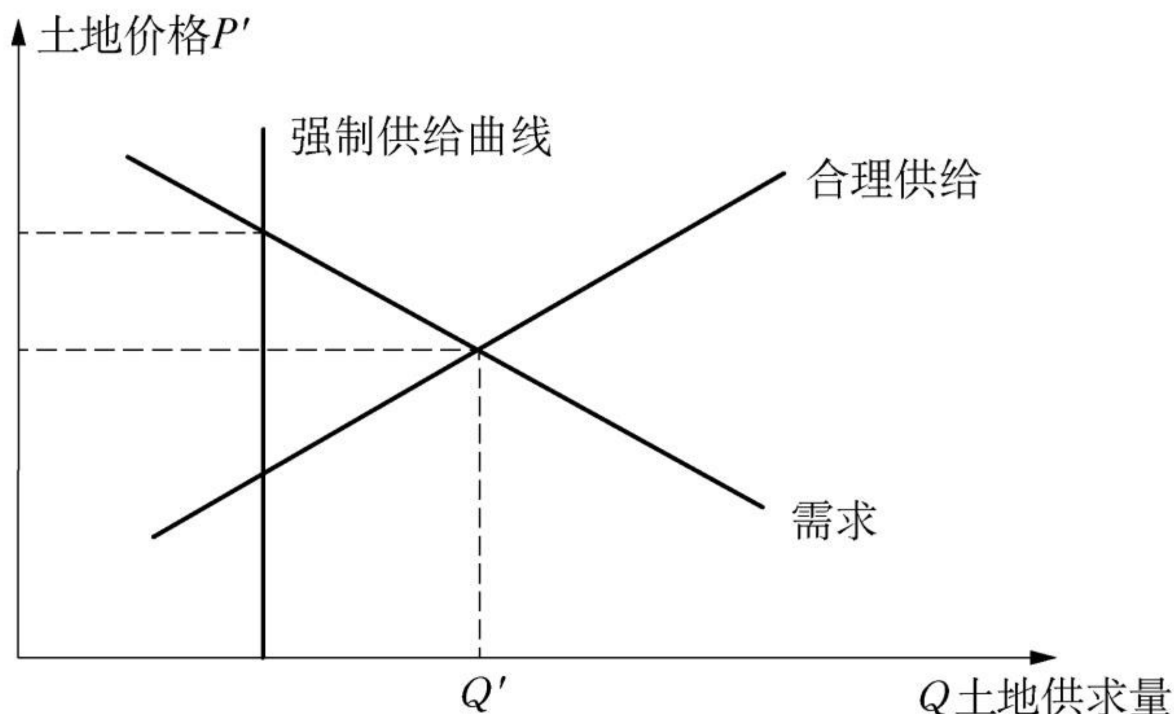


图12.14 土地供给减少会推高土地价格

6. 小结

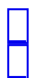
通过以上分析，我们容易得出以下结论：

（1）就全国总体水平而言，不能简单认为中国房价具有泡沫。就房价收入比而言，考虑到中国经济增速的原因并非异常，租房收益率已经近乎合理。

（2）就一线城市特别是京沪深而言，同样不能简单认为存在泡沫。中国经济增速较高以及供地较少基本可以解释高房价。按照目前的土地供给政策，京沪深的房价未来向香港看齐甚至超过都非常正常。

（3）当然，本章分析的一个重要假设是中国经济在未来20年还可以保证5%以上的经济增长速度。能否实现有争议和不确定性，但应该是大概率事件。

（4）目前京沪深的土地供给较少是这一轮京沪深房价大涨的最为重要的原因。解决京沪深高房价的根本方法在于改变控制人口数量的政策，增加这几个城市的土地供给。



第四篇
中国房地产市场发展的未来

第13章
房地产产业与企业的发展转型

耿靖

致力于为人们提供有质量生活方式的主题地产将成为我国房地产产业的新兴热点。

主题地产的发展，既引领了所在城市、社区的传统房地产的转型和升级，又将这些产业内容和人们的生活方式结合起来，带来房地产行业新的投资机会。

1. 动因：我国房地产产业的未来趋势和特征

20世纪90年代以来，我国房地产产业经历了一轮高速增长期，主要受益于三大需求因素的支撑。一是居民住房紧缺。根据统计局统计年鉴数据，1985年以前的全国城市人均住宅建筑面积不到10平方米，远远不能满足居民正常生活需要。二是房屋质量较差。受制于过去的经济条件和建设标准，国内21世纪之前的住房在质量、成套率、配套设施和周边环境等诸多方面都无法满足居民日益提高的生活标准需要，因此催生了改善住房的需求。三是城镇化率极低。直到1980年，我国城镇化率才刚刚超过20%，城镇化率低，农村人口往城市转移的空间就大，代表了巨大的房地产需求。

近几年来，上述三大因素发生了巨大的变化。分析这些变化，有助于准确把握我国房地产产业未来的发展趋势。

从房屋需求量上来看，截至2012年末，中国城市人均住宅建筑面积为32.91平方米，已经接近或超过中等发达国家水平。根据住房竣工量和人口普查数据分析，截至2013年，我国已经达到城镇居民每户一套的水平。根据国外先进发达国家的经验，在人口快速增长但住房供应不能匹配的阶段，将会推动住房投资和建设的快速增长；当户均达到一套以后，住房供应不足的问题会得到缓解，新增住房需求下降，房地产市场也将进入到平稳发展阶段。此外，中国人口拐点已经来临。2012年，中国劳动年龄人口首次出现下降，婚龄人口也已经开始趋势性下降，对房地产市场的需求即将达到顶峰。未来中国人口老龄化将不断加重，存量房源将逐渐增加，房地产市场需求将不断下降。

从房屋质量来看，政府已经号召房地产开发企业提高建筑质量，将目前30年的建筑平均寿命延长至100年，而且21世纪之后的住房在小区环境和周边配套上已经有了明显的改进，相当比例的城镇居民家庭在初次置业时就已经选择了高品质的住房或者已经经历了一次住房改善更替，基本的居住需求已经得到满足。

从城镇化率来看，改革开放后的城镇化率年平均提高约1%。根据国家发改委数据，2015年我国城镇化率已达到56.1%，但只相当于日本1955年的城镇化率水平，而且农业转移人口市民化进展比较缓慢，户籍人口城镇化率还比较低，说明我国城镇化进程仍未结束，后续仍有较大人口迁移空间。

因此，我国房地产产业的供需关系已经由过去的供不应求转变为目前的供需总体平衡甚至是结构性过剩，但由于我国城镇化进程尚未结束，中国的房地产产业未来的发展趋势将由过去20多年的高速增长期进入到未来相当长一段时间的成熟期，增长速度将不断回落。

在这一趋势下，我国房地产产业呈现出以下特征。

（1）市场需求差异化。

一方面，随着房地产市场从供不应求向总体供求平衡转变，消费刚需基本被满足，改善型的消费需求依然强烈，客户需求从过去“有房住”转向“住好房”，个性化、品质化的需求逐渐占据主流，简单的同质化产品销售越来越困难。另一方面，随着宏观经济转型升级，传统的商业地产和产业地产的需求逐渐减少，新型的、特色的商业地产和产业地产需求加速崛起。

（2）区域分化显著化。

当前，不同区域、不同城市房地产市场行情的分化越来越明显。产业和人口基础较好的一线城市和部分二线城市总体上还是处于供不应求的发展状态，涨价动力始终存在。对于三、四线城市来说，全国7亿多平方米的待售面积大多集中于此，有些城市库存量超过2年消化期，需求远远落后于供给，价格也呈下降趋势。而且三、四线城市经济的复苏程度和未来的经济增长点远不如一线城市和部分二线城市，因此未来需求也不会明显增加，去库存压力巨大。根据发达国家的发展经验，城市化发展到一定阶段后，将形成以城市群为特征的大都市圈，全国的产业、人口将加快向京津冀、长三角、珠三角、中原地区等几个核心都市圈转移。因此，未来区域、城市间市场分化将是一个长期趋势，而随着中国人口拐点的来临，这一分化格局将进一步加剧。

（3）产业政策市场化。

十八届三中全会以来，政府积极转变房地产市场调控思路及理念，宏观调控政策逐渐去行政化，由单一抑制房价转变为促进房地产行业健康稳步发展，更专注于提升百姓住房消费能力，允许市场自发调节，充分发挥市场在资源配置中的决定作用。在宏观经济增速持续下行的背景下，政府为了稳增长并加快推进供给侧结构性改革，针对推进房地产去库存，陆续在信贷、税费等方面出台了一系列有利于市

场发展的政策。因城施策，通过市场机制、金融政策、财税政策综合调控房地产市场将成为新常态。

（4）买家行为理性化。

我国房地产产业过去20多年的高速增长期内，由于投资过快，引发房价屡创新高，市场近乎疯狂。近几年，政府的积极表态和举措引导房地产市场健康平稳发展，其倾向性使得自住型、投资型和投机型买家的心态发生了变化，而且未来随着房产税的出台，一定会极大地抑制投资、投机型的住房需求，任何一个购买者的行为都将变得更加理性。

（5）行业结构集中化。

我国的房地产行业结构正在发生深刻变化。专家预测，未来中国的房地产行业将会从分散走向集中，超过70%的中小房地产企业将会被兼并重组或倒闭。具有规模效益的大企业将凭借在拿地、融资、施工、营销等方面的综合优势赢得竞争，规模会继续扩大，使得产业集中度不断提高。中小房地产企业则需要在规模和利润率上做出取舍，要更多关注有质量的增长，只有综合实力强和具有特殊竞争力的中小房地产企业才有更大的生存和发展空间，精品型的开发商将是此类企业发展的方向。

（6）行业利润正常化。

过去的20多年，我国房地产行业的利润率偏高，近几年开始向正常化回归。从2015年房地产上市公司年报披露的数据来看，主要经营指标呈下滑趋势已经成为普遍现象。专家认为，房地产行业过去简单依赖土地增值和市场上涨实现高速发展的方式难以为继，按现有模式发展，行业未来的盈利水平将维持在10%左右。在这一行业利润率下，企业想要获得超额利润，势必需要调整盈利模式。

综合以上趋势和特征，供需总体平衡时代并不是房地产产业发展的结束，而是产业和企业转型发展的新起点。从产业的角度，需要减缓产业增速回落的节奏，尽量延长产业的成熟期；从企业的角度，则需要获取高于行业平均利润的超额利润，以赢得更大的发展空间。因此，中国房地产产业和企业转型发展势在必行。

2. 我国房地产产业转型发展的路径

在相当长的一段成熟期内，我国房地产产业的转型发展，反映为产业结构、产业规模、产业组织等发生显著变动的过程，实质上则是存量资源在产业内的再配置,也就是将资本、劳动力等生产要素从衰退产品（子产业）向新兴产品（子产业）转移的过程，是产品结构的调整升级，即向更有利于经济、社会发展方向发展。差异化需求是房地产产业未来转型发展的根本动力，因此，产品差异化、市场差异化将是产业未来转型发展的路径。

住宅产品

住宅产品仍然是未来国内房地产开发的重点，但是传统刚需概念的内涵正在发生变化，现有住宅产品需要升级，精准满足客户日趋个性化、品质化的产品需求，避免低层次的同质化竞争。

从区域市场看，一线及热点二线城市经济发展良好、人口持续流入，需求空间较大，房价具有上涨动力，将是住宅市场最具发展空间的地区。同时，轨道交通和高铁网路覆盖面日益扩大完善，将带动一线城市郊区及周边城市圈住宅需求快速增长，尤其是周边配套良好的中高端住宅需求剧增。

因此，未来我国房地产产业将改变过去大中小城市全面布点的扩张模式，顺应大都市圈的发展趋势，调整产业布局，产业资源将更多向经济发展好、人口集聚能力强的重点区域、重点城市倾斜，并加大对中高端住宅的投资力度。

办公楼宇

随着中国产业结构的升级，现代服务业进入加速发展时期，服务业的快速细分助推新兴服务业态和服务模式不断涌现，将进一步给办公楼宇市场带来新需求。目前实施和推进的城镇化建设、“互联网+”行动、工业4.0、“一带一路”战略、“大众创业，万众创新”等一系列利好政策，将进一步给办公楼宇市场注入新活力。因此，具有明确产业属性、整合产业配套服务资源的办公楼宇将成为产业细分市场的主要供给方向，产楼结合的趋势将进一步推动办公楼市场整体品质的提升和存量的消化。

商业地产

随着全国大多数城市的城市格局基本形成，商业地产的新增量将十分有限。但与此同时，城市更新和国企混合所有制改革的深入会带来较大规模存量资产发展成为新的商业地产，存在大量再改造、再重建、再设计、再运营的机会。受制于多数城市商业地产开发过剩和高热度的电商交易，商业地产进入业态调整期，行业优胜劣汰机制凸显。中产阶级家庭消费需求提升促使商业地产行业向精细化转变，加强以休闲、娱乐、健康为特色，注重消费者体验、消费环境及全方位服务的体验式业态以及儿童业态将为商业地产创造更多价值，将成为产业转型升级的方向。

主题地产

致力于为人们提供有质量生活方式的主题地产将成为我国房地产产业的新兴热点。“十三五”规划纲要提出，要“发展旅游地产、养老地产、文化地产等新业态”。当地产和生活方式结合起来，和现代服务业结合起来，就形成了产城融合的产业新机会，比如高端的教育、高端的健康医疗、高端的养生养老、高端的旅游度假、高端的体育养生等主题地产。主题地产的发展，既引领了所在城市、社区的传统房地产的转型和升级，又将这些产业内容和人们的生活方式结合起来，带来房地产行业新的投资机会。

3. 我国房地产企业转型发展的路径

相比于产业转型发展只是存量资源在产业内的再配置，房地产企业转型的腾挪空间更大，因为企业能够将存量资源配置于产业之外。

从国内房地产企业的实践来看，适度多元化，推动相关产业协同发展，从而分散单一产业的风险，成为企业转型发展的主要路径。2015年，国内主要标杆房企加速“房地产+”的多元化布局与实践，带动全行业纷纷转型。据不完全统计，2015年行业排名前100位的企业中约有一半以上对非房产业进行了布局，探索转型发展。而从2015年年底开始的由一线城市向二、三线城市扩散的一波房产涨势，为房地产企业转型提供了可能是最后的一个缓冲期。

房地产企业的多元化方向选择必须遵循一定的逻辑，不是任何产业领域都可以进入，这也是很少看到房地产企业转型农业产业或者IT产业的原因。总结现有的实践案例，房地产企业的多元化方向主要有三大选择：产业纵向拓展、发展金融产业和抢占消费蓝海。

产业纵向拓展

产业纵向拓展实质是建立在纵向一体化基础上的多元化。房地产产业链从拿地、设计、建设、营销到物业服务，涉及多个相关领域。房地产企业通过介入上下游的相关产业，掌握上下游优质资源，增强产业链话语权，最终服务于房地产核心主业，提升核心主业的利润率或者市场占有率，同时也通过在拓展产业领域业务规模的扩张，获得较高收益率。

以绿地为例，抓住中国城镇化深入推进以及基础设施互联互通的历史性机遇，积极发展大基建相关产业，逐渐形成以房屋建设为主，基础设施建设并重，涵盖专业工程、建筑装饰、建筑设计、建筑材料贸易、园林绿化等在内的大基建产业集群。与此同时，鉴于未来一段时期国内基础设施投资建设领域存在战略性的机遇，绿地的大基建板块正依托企业整体品牌、资金、资源等优势，通过PPP、BT、BOT等模式，大力拓展包括城市轨道交通、高速公路、桥梁、水务、市政设施等在内的各类大型基础设施项目，并逐渐由单一施工的商业模式向“投资+施工”的商业模式转型，推进“房建+基建”的综合业务拓展。绿地在全国多个城市签署地铁线路框架协议，也有利于获取地铁上盖和沿线的优质土地资源。

发展金融产业

在我国，房地产产品可以储藏财富，可以借贷增值，可以流通，因此具有金融产品属性。而且，房地产从前期的融资开发到后期的销售去化，都离不开金融的支持，两者具有天然的结合点。

目前，国内金融市场发展较快，融资创新也层出不穷，通过股权融资、股债结合、资产证券化等多种方式推陈出新，不仅大幅降低房地产企业的融资成本，也很好地探索了房地产相关衍生服务的金融创新，使得产融融合加速加深。房地产企业在不断与金融机构加强合作

的同时，更是纷纷涉足金融行业，发展金融产业已经成为大型房地产企业多元化转型的标配。

房地产企业涉足金融产业，主要为了实现三大目的：搭建融资平台，实现产融结合；共享客户资源，形成相互支撑；分享丰厚回报，打造新增长极。

房地产企业发展金融产业，一般采取收购股权、开展互联网金融和发行金融产品等方式，如绿地入股杭州工商信托，打造吉客网互联网金融平台，联手蚂蚁金服和陆金所发行绿地地产宝；万达收购第三方支付企业快钱，发行准REITs产品“稳赚一号”；恒大高溢价控股中新大东方保险公司涉足保险业；泰禾和阳光城斥重金入股海峡人寿；中天城投进军互联网保险等。

抢占消费蓝海

房地产产品除了具有金融产品属性，更具有消费产品属性。根据消费的内容、金额和频次，居民消费自然形成了一个消费阶梯，这里称之为“消费阶梯理论”。百元级的消费内容主要是“食”，千元级的消费内容主要是“衣”，这两类是低额高频消费；十万元级的消费内容主要是“车”，百万元级的消费内容主要是“房”，这两类是高额低频消费。以上四类涵盖了通常的衣、食、住、行类消费，除了少数细分市场，基本上都已经是供大于求、竞争激烈的“红海”。而万元级的消费市场，包括了健康医疗、娱乐休闲、文化教育等领域，属于中额中频消费，目前还是尚存诸多痛点、优质供给不足的“蓝海”。从近期若干中央会议和国务院常务会议精神来看，消费将逐渐替代投资，成为升级产业、扩大内需、提振经济的新动力，这对于万元级的消费产业无疑是重大利好。

近年来，处于消费阶梯最高一级的房地产企业纷纷开始抢占万元级消费这一蓝海，其背后的逻辑是优质房地产企业多年积累的三大优

势——品牌、数据和场景。品牌优势能够给消费者带来信任感和亲和力；对购房者大数据的掌握能够提供消费者消费偏好的精准画像，可以据此开展精准营销；而万元级消费产业的经营运作离不开房地产提供的物理场景。

在健康医疗领域，恒大计划把医院开在社区；世纪金源打算联手科技医疗企业，合作拓展医疗市场；荣盛则走养老路线，重点在养老、养生、康复医疗领域大展拳脚；宋都股份设立宋都新大健康，以社区用户为主要服务对象，向体检中心和社区医疗方向转型；万方发展收购以移动互联网医疗服务为核心的高科技公司；泰禾集团收购美国阿莱恩斯医疗服务公司，布局国内高端社区医疗；江河集团收购澳洲VISION和PRY等海外优质医疗资源，利用资源联动进军国内市场。

在娱乐休闲领域，以万达文化和恒大体育为代表的大文化产业受到了房地产企业的青睐，万达影院的海内外一系列收购和恒大足球队的成功成为典型案例。从具体发展方向看，保利、世茂、泰禾均依托自己开发的商业项目中设立了自己的院线，拓展影音领域业务；另一些企业则看到了冬奥会申办成功和足球市场回暖的商机，如华夏幸福、苏宁集团等先后涉足中超足球等。

在文化教育领域，一些房企通过打造自己的教育品牌，延伸房产售后服务内容来提高综合竞争力及附加值，如万科主要关注放学后的孩子看管、户外营地活动等后续服务；阳光城受“二胎”概念驱动将目光聚焦在和幼儿教育相关的领域投资和运营管理；以碧桂园、海亮为代表的部分房企，则将注意力放到出国留学市场，将未来出国深造的学生作为目标客户群。

房地产企业以抢占消费蓝海为目的的多元化转型，除了能够获得这些消费产业领域的高收益，也将有力地支持前文提及的商业地产的升级和主题地产的打造，形成主业和多元产业间的协同互动。

第14章
地产税有必要而且可行

贾康

房地产税按照国际经验和中国现实，都是地方税。有了在基层开征的这个税，社区和地方辖区公共服务的提供，天然地就会引起大家更高程度的关注，天然地要求每个年度对这个税怎么征、钱怎么来、用到哪里去有充分的知情权。这是国家治理现代化、整个国家社会生活现代化进程中，税制的现代化配套。

1. 多重正面效应

笔者这几年一直在研究税制改革多重目标、多重效应的问题。关于房地产市场和房地产税，以下说说五个问题。

第一，在中国方方面面特别关心的房地产概念之下，和房地产相关的有效供给和整个市场体系建设运行问题。房地产市场怎么健康发展，按笔者的说法，首先是把“保障轨”和“市场轨”通盘考虑，放在一起，作双轨统筹。在实际生活里边，现在可以越来越清晰地看到这个框架。不是简单讲市场，是要把托底的供给和市场怎么样更好提供商品房、产权房等相关事情放在一个体系之内，形成统筹。这几年决策层反复强调保障房。从棚户区改造开始推进建设，到确定年度总目标和各地任务目标，三令五申，逐步改进；从原来多达十几种的保

障房具体形式，到现在主要归并在公租房和共有产权房上——这都是进步。

随着城镇化及其他种种原因，房价节节高升过程中，客观地需要用经济手段形成更有效的长效调节机制。联系国际经验看中国现在的社会经济情况，应该有房地产税的作用。这方面当然是有不同意见的。任志强过去一直在强调：从实证数据来看，美国和日本推出房产税之后，并没有改变房价上升局面，所以这个税对房价的调控、对房地产市场减少泡沫没用。对此笔者不同意，经济生活中有那么多变量，你仅说这一个因素和另外一个运行结果直接对应，是把其他所有变量都抛开了，不符合最基本的经济学认识上的科学方法。所有变量合在一起考虑，要反问一下：为什么在这种复杂因素综合作用之下，日本、美国等发达经济体一定要考虑推出住房保有环节税收？如果不推出，他们的市场会变成什么样子？这才是真问题。

从逻辑上分析显然可以知道：保有环节的税收改变利益相关者的利益预期，对于供需，是促进两者走向平衡，而不是扩大之间的矛盾；是缓解矛盾，而不是扩大矛盾；是减少泡沫因素，而不会扩大泡沫因素。中国未来几十年，中心区房价将呈上升曲线的基本趋势明显，保有环节的税收会使这个曲线的斜率降低一些，走得平稳一些，特别是减少大起大落的振荡因素，这就是正面效应。它在使房地产市场更健康、减少泡沫之外，还会带来其他的效应。比如说中小户型的房子会成为更多人的选择，从而提高土地集约利用程度；前期已经形成的空置房，在利益驱动之下会由持有者自主投入市场，优化市场里的供需状态，提高资源配置实际效益等等。从社会整体角度看，是应该肯定的，显然有它的必要性。

第二，结合中国经济社会转轨，我要特别强调，中国的市场经济需要有分税制财税机制匹配。20世纪90年代初邓小平南巡后确定了要走市场经济之路，跟着就要解决在中国怎样匹配一个间接调控体系框

架。所以1994年的财税配套改革就顺理成章地推出，之后我们看到一些正面效应。但问题是1994年改革方案是在种种条件制约之下形成的，需要深化改革，慢慢淡化过渡期的一些安排，使之走向更稳定、更成熟、更符合改革意愿的制度安排。但是有些重要方面改革受阻。从1994年到现在，省以下体制没有真正进入分税制状态：地方税体系没有成型；基层财政困难、土地财政、隐性负债等等。这些问题在1994年以后轮番成为社会关注的重点热点。板子打在分税制身上？还是打在分税制改革受阻、改革不能真正深化上？这是重大的认识分歧，对这个分歧怎样解决，决定以后整个中国改革思路。从这个角度，我们已做了大量工作，通过书籍、文章等等论证为什么认为这个板子打在分税制身上是打错了地方。我国的市场运行还要跟全面开放以后国际上经济体间的竞争合作相匹配。既然看到这个大势所趋，看到全局要求，别无选择，必须把地方税体系与整个分税制体制安排通过改革推到位，而在这个方面，房地产税就是地方税体系中不可缺失的重要主力。作为地方税，它与地方政府职能向公共财政方向转变有明显的内洽性质，地方政府专心致志优化本地公共服务和投资环境，主力财源建设问题就可以一并解决了。

还有第三，中国整个税制结构问题。现在如果做一个通盘的考虑，明显存在着直接税比重偏低的问题。中央在三中全会上也以此肯定的判断提出，要逐渐提高直接税比重。中国经济社会转轨到中等收入阶段，不提高直接税比重，整个社会矛盾凸显会带来更大的压力。中等收入阶段，迫切需要在公众税收痛苦方面做出制度性回应，减少痛苦。这些年，我们社会成员纳税意识上升之后，有越来越多的人，在得知他们的生活消费品里边实际所含的税收情况之后，是非常愤怒的。中国现在应该讲，总体社会结构还是金字塔型的，中低收入阶层占很大比例。他们一旦知道自己吃的馒头里有税，过中秋节买的月饼里也有税，他们会很愤怒。社会要更和谐，要在种种矛盾凸显过程中渡过中等收入阶段存在陷阱的这个关键时间段，一定要有制度建设进步的配套。

这方方面面配套中，有一个必然的选项，不是决定一切的，但却是不能不选的，就是直接税的制度建设。怎么样让直接税逐渐提高比重，以直接税置换间接税？其效应一定是降低整个社会的税收痛苦，是把原来以低中收入阶层为主体的这部分承担税负归宿的纳税人，转变为更多的由先富起来的阶层——他们是在享受资料层面让渡利益，以直接税方式给国库做出贡献。同样都是形成某种宏观税负水平，但结构变了，低中收入阶层的税收痛苦可明显降低；高收入阶层则也会有税收痛苦，但是不会等价地形成，因为他们的利益让渡中痛苦程度比较低。于是整个社会的和谐程度是与税收分担带来税收痛苦的程度呈反比，这个关系可在学理上得到说明。这对于整个社会怎么样走向现代化、渡过中等收入陷阱潜在威胁最有压力的时间段，有莫大的意义。各国历史往前看大半个世纪，大约100个经济体走到中等收入阶段。然而，继续往上走，步入发达国家的寥寥无几。东方的就是二战之后的日本、新加坡，还有世界金融危机冲击之后真正站住脚的韩国。现在看看泰国、印尼等“四小虎”，都是在泥潭里头。更典型的是拉美，百年以前，阿根廷跟美国的人均GDP一个水平，百年之后，阿根廷还在那里苦苦挣扎。这里可总结的教训是多方面的，但制度建设不能实质性推进，妨碍了现代化进程，是一个非常重大的原因。回到逐渐提高直接税比重问题上来，应该看到这其实不是一个局部的事情，是一个联系到整个现代化事业的战略问题。

从逐渐提高直接税比重的可行性思路与方案来看，现在中国有哪些直接税？可以提高哪些税的比重？企业所得税可先排除在外，不在我们现在说的直接税这里面。确切无疑可认定为直接税、跟社会成员相关的，一个是个人所得税，另一个是房地产税。个人所得税改革困难重重，它的操作空间怎么样进一步打开，还要特别的条件配合。剩下唯一可操作的，在这轮全面改革中排得比较靠前的，就是房地产税。这个事情在全面改革部署中按照中央时间表在2016年与基本的财税改革配套事项上迈一步，对改革有重大的促进意义。在这个方面直

接税比重的提升，关系到整个中国税制是不是可以提升现代化特征，是不是可以如愿在协调过程中往前推进。这个事情影响非常大。

还有第四个正面效应，就是矛盾凸显中除了“物”的视角从资源、环境方面以雾霾袭击为代表的矛盾之外，“人”的视角上人际关系、收入分配、财产配置、公权体系和公民、管理当局与纳税人之间的矛盾也变得突出起来。说到收入分配，中国几乎所有人都认为存在一系列非常严重的问题，事实也确实如此，总得寻求改进。收入分配改进大的方向上，尽管有种种争议，多数人还是认为要努力通过再分配手段，来遏制收入差距的扩大。房地产税在这方面，会影响社会成员的现金流，也影响财产配置的格局、走向。在这方面它的正面效应就是以“抽肥补瘦”机制，配合克服收入分配和财产配置方面的问题，来使中国整个的分配格局在矛盾凸显中利益关系方面的矛盾能够得到更好的处理。在再分配手段里边，这是不可忽视的选项。

我认为还有第五个角度，房地产税按照国际经验和中国现实，大家都认可是地方税。地方税应该分配在哪些层面？首先在基层。在美国就是在所谓的“local”（当地）层面，在中国应该是县市。扁平化以后，县市是有实体税基的基层。财政收支联系到千家万户的老百姓。如有了在基层开征的这个税，社区和地方辖区公共服务的提供，天然地就会引起大家更高程度的关注，天然地要求每个年度对这个税怎么征，钱怎么来，用到哪里去，老百姓要有充分的知情权。这也结合着整个财政改革的要求是提高透明度。透明度真的提高了，后边跟着制度发展逻辑就是公众必然要有质询权、建议权、监督权。这一套制度安排越来越有水平的情况下，就是实现了人民群众“当家作主”的公共资源配置的决策权。这是在国家治理现代化、整个国家社会生活现代化进程中，以税制的现代化来配套。

可以设想，在提高资金使用效率方面，房地产税会产生很好的示范效应。一旦这个税运行，老百姓都关注，地方政府层面必须说清楚

这个税总体的规则，在每一年度里辖区与之相关的所有细节。三中全会已明确要求加快房地产税立法。立法是大框架，它是充分透明的。一旦进入人大立法过程，一定会征求社会方方面面的意见，而且我估计征求意见数量一定会创造新的纪录，一定有各种不同意见激烈的碰撞和争执。引导理性讨论，就是在培养国民素质、提高文明程度过程中间，大家“走向共和”、讲道理、寻求最大公约数。在社区、辖区层面，房地产税天然地和千家万户的利益联系在一起。我在美国做访问学者有特别深的印象，它成为地方政府层面的第一主力税种。我翻了不少具体的预算材料，比重高可以到80%多，有的地方突破90%，低的也高于40%。这个税怎么征？通常情况下在地方预算编制过程中，有听证会，有公众意见的较充分表达。很多情况下，就是把这个年度里边各种各样的收入都算清楚以后，对应当年必要的支出，看还缺多大一块，按照缺口倒算出一个当年的房地产税的税率。这个过程大家一起讨论，一起监督，自然能更多应对公众意愿，对应我们所说的“取之于民，用之于民”的税收宗旨。

通过规范公共选择程序，确定具体辖区里边这个年度按什么税率征收。税率确定以后，通行情况是在网上具体披露，收税后，给纳税人一个清晰的通知：“感谢您在本年度为我们这个辖区贡献了多少财产税。您贡献的税收里边百分之多少（小数点后边都有）用于我们当年辖区内的教育，多少用于绿化，多少用于道路桥梁建设……”一清二楚，这个清单每年要给纳税人交代到位。这样一个运行状态，既保证长效机制，同时又是一个民主化、法治化的高绩效、高公信力运行状态。

这第五个方面的正面效应在中国有特别大的意义，是解决中国在必然要走向现代社会的政治文明这个概念之下，久久苦于不能正面设计一个政治体制改革全面、正面切入的方案，但又必须完成这样一个历史进步。第十八届四中全会已经说到全面法治化。法治下边是什么？就是民主政治。民主法治这种政治文明、这种“走向共和”的制

度安排，它的催化剂至少在可以预见的中国未来很长一段时间里，就要来自我们现在看起来千难万难想要推出的房地产税。这个意义是非常重大的，实际已经把前面四个正面效应，从经济领域上升到整个经济、社会、行政、政治领域。培养中国人“走向共和”的国民素质，在20世纪第一件大事——辛亥革命发生以后，就被人们明确指出了。100多年以后，这条路仍非常有难度，现在的任何积极因素、正面效应都非常值得珍惜，对中国整个完成经济社会转轨，走向现代化，有重要意义。

前面所说的五个角度，都有房地产税的正面效应。单讲哪一点，都像盲人摸象，摸到一个局部。五个方面合在一起，要丰满得多，更看得出来房地产税制度建设的必要性。

2. 关于可行性

关于可行性，可以通过对一些认为不可行观点的回应，形成我们认为为什么可行的基本认识。我梳理一下，关于这个税不可行的最突出的几条诘难。

第一个，是认为存在着法理上的硬障碍。一个重要论据是说：“房地产开发的一级环节有土地出让金，后面在保有环节开征税收，就是重复征收。”当然，很多老百姓愿意听这个话，但我们认为这一点理由其实是在理论上和实践中都不能得到认定的。实践中，市场经济中，反映土地使用权的地租和反映公共分配的住房保有环节税收并行不悖，是基本事实，在中国也必定是这样。从学理上说，土地出让金是土地所有者经济权利形成的收入，而不动产保有环节的税收是国家凭借社会管理者的政治权力形成的收入。各自的依据不一样，这两种收入不是二者必取其一的关系。现在税收本身都是多种税多环节多次征的复合税制。一个企业要缴流转税，再缴所得税；企业员工拿到

薪酬以后还要缴个人所得税；某些特定行为还要付税；买车辆要交车辆购置税。不重复吗？肯定重复，真问题是重复得合理不合理。税已如此，税与税外收入项目的关系，更是如此。

第二个，是不断有人在说："国外都是土地私有，对私有土地上的不动产包括住房征税说得过去。中国统统都是国有土地，国有土地上的住户只有土地使用权，房子跟几十年土地使用权在一起的，到期后，怎么办还不明不白。有什么道理和住房一起征一道税？如果让土地私有归我，我愿意缴这个税。"

很多人听了以后都认为说出了心里话。但客观地讲我们认为从实践和理论上来说这也是不成立的。像英国，它的土地分为两种，一种叫作"freehold"，一种叫作"leasehold"。Freehold就是终极产权和使用权打通的，就是一体化的。Leasehold就不一样，必须签一个契约，终极产权和这个使用权是分离的。不论是这两种情况里边的哪一种，称为"council tax"的这种不动产税是全覆盖的。英国的土地除了私有之外，还有皇家持有，还有公有（包括不同政府层级的公有，还有公共团体所有）。无论不动产最终产权是在哪里，不动产税原则上全覆盖。至于中国香港特别行政区，就更清楚了，香港的土地总体来说没有私有的产权，但住房保有环节要交称为"差饷"的房地产税。所以从其他国家和地区的实践来说，不能说只有对终极私有的土地所有权才能承认房地产税法理上无障碍。学理逻辑上也是如此，我们可以比照中国改革中已有的解说：20世纪80年代初下决心推出两步"利改税"，在国有企业纳税里加上所得税。国有企业为什么跟其他企业一样也要交企业所得税？企业的终极产权是国家的，跟他较什么劲？过去就是这样一种说法。但80年代为什么要推出这项改革？是认为国有企业在具体运行中，是具有相对独立物质利益的商品生产经营者，所有权和经营权要分离。有独立物质利益的商品生产经营者，客观上的合理状态是要加入市场公平竞争，所以必须把国有企业推到和其他企业一样缴纳企业所得税的状态，才能够培养市场公平竞争环

境。同样的逻辑可推演到终极所有权为国有的土地上：如我们认为对这种土地上住房持有者相对独立的物质利益有必要加以调节，那么通过立法程序后征房地产税，应有可行性。实际上，房地产税改革与国有企业两步“利改税”内含一个相似的理念，不存在硬的法理障碍。当然，相关立法还必须完善、配套。40~70年土地使用权到期后怎么办？《物权法》已规定了这种“用益物权”到期可展期，有关部门应将这一法则具体化到操作细则上，以回应社会关切消除民众疑虑。

第三，还有技术上的反对意见，这更容易说清楚。比如有人说这个税评估税基太复杂了，中国人做不了。有北师大教授说：“这样的事情中国人要解决它，立法上要过得去，是150年之后的事。”但实际考察一下，咱们前些年搞物业税“空转”要解决的问题，就是针对这个事。技术上处理的，是首先要确权，现在已经布置了不动产登记，2018年中国城乡每一个具体不动产都要确权完毕，还要信息联网，城市区域先做到位。确权以后每项不动产数据采集收入计算机系统。设计好软件，分三类：制造业用房、商业用房，还有住宅。给一个指令，计算机就会按照软件设计自动生成评估结果。以后实征运行中，需要跟当事人取得沟通以后的认可，美国正是这样。如果不认可有纠纷，有仲裁机制，总是能解决的。中国在这方面一开始启动的投入肯定是有的，但是我们早有计算机和互联网，我们很多固定成本早已经付出了。在这方面培训干部，从一开始的确权和采集数据，到建立数据库，这是任何国家管理必须要做的事情，不能说是硬障碍。中国人也不笨，这件事情为什么处理不了？不成道理。

第四，实际生活里会形成一些需做处理的矛盾。比如说开征这个税以后，土地出让金水平会下落。这是合乎逻辑的，因为预期变了，没有肆无忌惮往上冲的炒作力量，拿地的出价就会沉稳些。那么可设想，如因此而需做出调整的话，无非是设计“老地老办法，就地新办法”的差别税率，有什么过不去的呢？再比如有人说这个税可不得了，要出多少抗税事件。重庆试点好歹提供了一个本土经验——虽然

只是个地方经验，但说明问题。重庆对作为存量的几千套独立别墅要征税，有人确实担心：过去从来没有税，你现在征税，人家要对你抗税。实际上并没有这些事，都是先富起来的人，犯不上为一年这点儿税来抗税。方案也是从最高端的独立别墅做起，排除双拼、联体等等，而且设置180平方米起征点，减掉以后再征税，社会好接受。个别没收上来，是由于房主迟迟不出现，这个事要想解决，不是没有办法。三年或者五年了，你出一个政府信息通告，房主在什么时候再不出现，这个不动产要做充公处理。后来有人把我这个说法捅到网上去了，骂声一片，但这是最极端情况下的假设情境。其实国际经验上有先例、有类似的处理办法。如果这个税该缴不缴，完全可以做充公处理。现在只是说在中国不走到极端，还是应该让社会慢慢接受，不要引起太大的矛盾。但是，不能说这就是过不去的硬障碍。

还有一个不同意见：中国情况特别复杂，小产权房怎么处理？听起来有道理，因为非常棘手。据说全中国有70亿平方米的小产权房，北京几十万套。小产权，一旦在法律的审视之下，就是无产权。但是总体来说，这个事情迟早是要解决的。我们在深圳已经看到了，类似于小产权房的遗留问题，分步分类，逐步处理。过去在理论上也设想过这个框架。小产权房分类逐步处理，一开始可以把整个方案做通，一起形成一个双方的认可以后，可将利益逐步兑现。房地产税在最后如果付诸实施，它会倒逼中国必须解决看起来棘手的小产权房问题，这其实是一个莫大的贡献。中国的改革如果有这种倒逼机制是好事，不是坏事。既然改革要攻坚克难，把小产权房一起放在解决方案里，我认为这个方案是做得出来的。

3. 思路与要领

再往前可以考虑思路和要领。中央的基调非常清楚，历年的文件都肯定这个改革方向。三中全会之前的文件里面，都是要求推进房地

产税改革试点，扩大范围，推进改革；现在新的说法是加快房地产税立法与适时推进改革。锁定大方向以后，加快立法，业务部门解说就是立法先行。绝不意味着有些人所说的否定上海、重庆两地试点，试点已经提供了非常宝贵的本土经验。

再往下要完成立法。一旦立法完成，我认为适用区域很可能是城镇区域或者划一条线以上的城镇区域，至少是“一线城市”先行实施。一旦依法执行时，就是完全不同的新局面和新境界。

剩下的问题是考虑怎样立法。可以先观察立法什么时候正式启动，启动以后进展如何。如果一年完成不了，第二年是什么样的节奏和要求。现在还是观察过程。立法一定需要公民的理性参与，尽可能使大家在长远利益、根本利益上形成一些共识，把改革的事情立起规则往前推。但愿房地产税改革这个大逻辑如此清楚的事情，可以逐渐化解社会上的抵触不满，能够在立法方面走得相对顺利。

立法里边需掌握使这一改革让社会可接受的非常重要的要领。我认为中国在可预见的未来时期不能照搬美国的普遍征收办法，要坚持调节高端的原则。从技术上讨论：调节高端、让出低端，到底怎么让？是第一套房？还是人均多少平方米？还是怎样一个办法？操作起来有很多技术性细节需要讨论。有不动产登记信息联网的支撑，有些学者倾向于可以做得更细致一点，人均多少平方米最好。社科院的方案是人均40平方米，因为现在人均城镇住房统计是33平方米，往上取整数，40平方米，挺合理。但我注意到网上有这种意见，假设一家三口，父母带一个孩子，正好住120平方米不用交税，但孩子出现不幸事件，车祸中身亡，父母悲痛欲绝之际，有人敲门，税务官员赶到，说你们家情况变化，该交房地产税了。这个不认同的意见给我们的启示是，在中国涉及调节高端真的需要仔细权衡，不仅要看起来执行可以很细致，还要考虑在情况变化过程中公众会怎么想，公众是不是觉得除了法的细致可行之外，还特别注重得合情合理。如果先建这个税的

框架，先让社会认同和接受这样一个改革，总体来说更可接受，笔者就更倾向于是不是先更积极考虑第一套房不征，于是就可避开前面假设情景里面的难题。对第一套房不征也有反对意见，差异明显增大：同是第一套，小户型40平方米，大户型可能400平方米，肯定不公平。但我觉得总体来说先建框架，给出一定空间，让抵触情绪最强烈的这些人，更好接受一点，也未尝不是第一阶段的可选思路。有人说这样一来会引发离婚潮，确有道理，那么就得考虑更宽松：单亲家庭第一套不征，双亲家庭前两套不征。

至于各地都有房，技术上掌握信息没问题。联网就能做到“一网打尽”。北京有房，上海有房，青岛也有房，需要地方政府有一个协调机制，允许纳税人选择哪套是你的第一套房。明确了以后，对不起，其他的住房就不能免税。细节还要做很多讨论。除了这些以外，我个人感觉，还特别需要政府方面在信息披露上更开明，要意识到这样一个税种建设过程中间会有激烈争议，政府的信息不要再藏着掖着，要更开明地向社会方方面面提供信息，大家一起讨论这个事情怎样往下做。

还有另外一些要借鉴的国际经验，为在中国把房地产税进一步做好，都是可以讨论的。据介绍，美国社区里边，如何由公众选举入户测量员，做每隔一段时间重评一次税基的基础工作。在社区里边，选大家认为资格上素质上比较高的人，而不是以官员身份动员起来，一起来做这个事。这是很好的机制，民众接受、认同这个机制以后，地方政府自然而然就会知道，只要自己专心致志做市场经济要求他做的（优化本地公共服务，提供更好的投资环境这些事情），财源建设问题也就随之解决了。这样做，辖区内不动产自然会进入升值轨道，每次评估都是财源建设具体实现的机制。中国完全可以借鉴这些经验，把细节再往前推动着做得更优化细致。

第15章
房地产投资对经济增长影响再分析

陈杰 农汇福[注]

一种流行的观点认为：进一步提升房地产投资规模，能够减缓我国宏观经济增速的下滑。事实上，如果房地产投资规模已经超过了当前市场和经济的需求，进一步增加房地产投资将会加剧社会资源错配，进而进一步降低中国宏观经济增长，最终阻碍我国经济的长期稳定发展。

引言

1998年的住房制度改革使我国告别了住房福利分配历史，进入全面市场化的历史新阶段。从此以后，房地产业取得迅猛增长，并逐步发展成为国民经济非常重要的一个行业。从全国层面来看（图15.1所示），1999年，我国房地产投资名义值仅为4103亿元，占当年全社会固定资产投资的13.74%，占当年GDP的4.55%；2014年，我国房地产投资名义值增长为95036亿元，与当年全社会固定资产投资和GDP之比分别增长到18.54%和14.93%[注]。就对GDP贡献率而言，2013年我国房地产业对GDP贡献为13.6%[注]。此外，房地产投资对关联产业有显著的带动作用，带动了居住消费、建材消费和耐用品消费，而且房地产还会通过财富效应渠道对中国宏观经济产生直接影响（Chen，Guo and Zhu，2009）。总而言之，在我国经济快速增长的过程中，有很多迹象表明，房地产在推动地方经济发展的过程中发挥了积极而重要的作

用。Arku（2006）强调房地产可以成为大幅推动经济增长的重要行业。Turin（1978）也强调房地产业在发展中国家的经济发展过程中的重要性，认为房地产业对GDP的贡献可以达到制造业对GDP贡献的1/3~2/3。

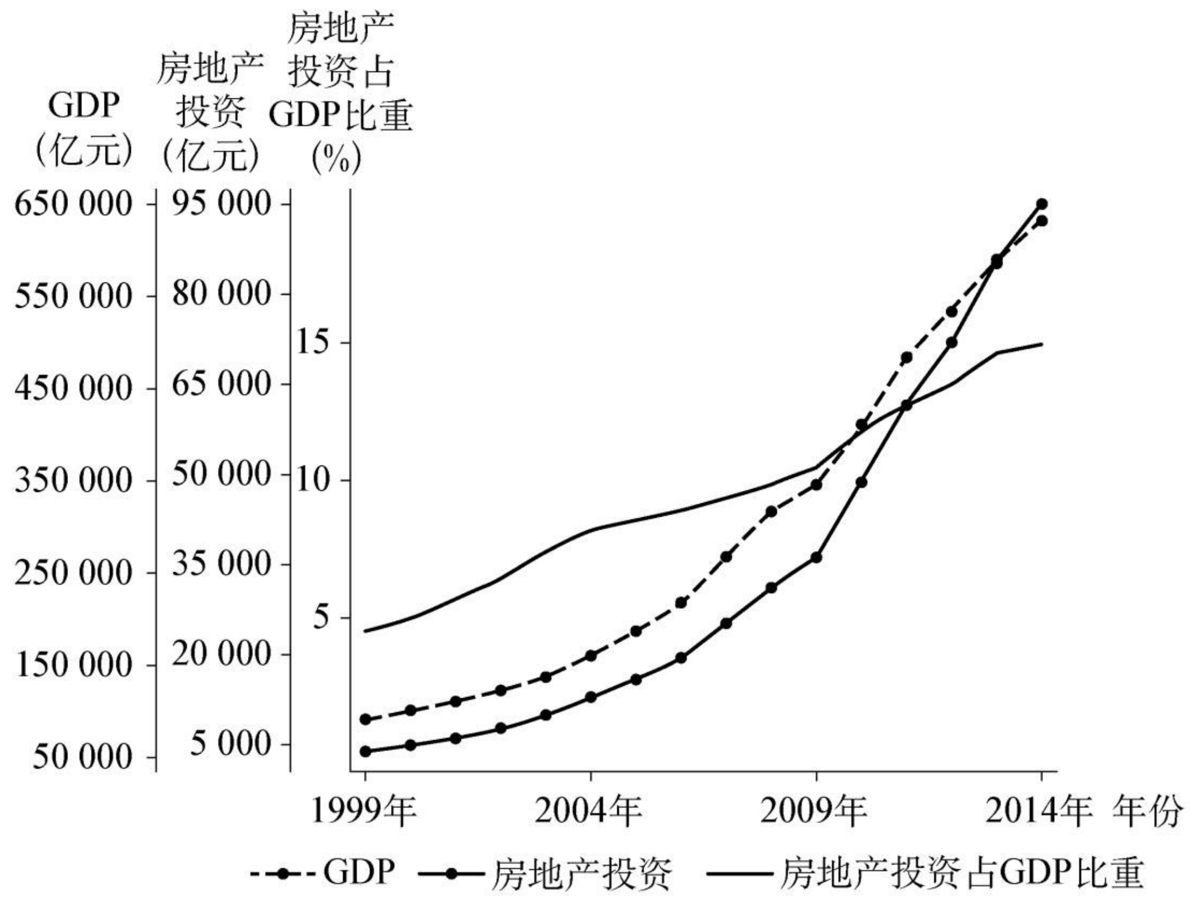


图15.1 我国房地产投资与GDP（1999~2014年）

实际上，正如新古典经济学派所强调的，投资在经济增长过程中扮演着非常重要的角色，从投资入手寻找经济增长的动力以及经济增长的差异是一个很好的研究视角。因此，房地产投资与经济增长之间的关系也引起了国内外学者的广泛关注和深入研究，并产生了很多代表性的文献（Chen, Guo and Zhu，2011；Harris and Arku，2006；Kim，2004；张清勇，郑环环，2012）。其中，Chen, Guo和Zhu（2011）基于我国1997Q1~2007Q4省级面板数据，以及面板VECM模型检验了住宅投资、非住宅投资和经济产出的相互关系，认为住宅投

资扮演了经济产出的引导者和追随者双重角色，但它们之间的因果关系在不同的区域存在显著的差异。但张清勇、郑环环（2012）采用同样的VECM模型，和1985~2009年省级面板数据，研究了我国房地产投资与经济增长之间的关系，认为住宅投资不会引领经济增长，但存在从经济增长到住宅投资的单向Granger因果关系。此外，Lambertini, Mendicino和Punzi（2013），Leamer（2007），况伟大（2011），虞晓芬和张娟锋（2011），郑思齐和刘洪玉（2002）等研究结果往往发现房地产投资与经济增长之间的关系表现出不稳定性。总而言之，目前学术界对于房地产投资与经济增长之间的关系尚未形成统一的认识。值得注意的是，在经济新常态下，我国2014年GDP增长率仅为7.4%，是自1990年以来首次低于7.5%；2015年GDP增速进一步下滑至6.9%，为自改革开放以后首次低于7%。同时，2014年房地产投资增长率在11%以下，而2015年地产投资名义增速仅为1%（扣除价格因素实际增长2.8%），也是自1998年以来最低值。房地产投资与经济增长之间是否存在某种内在的联系？这就成为本章研究的一个重要驱动因素。因此，继续对我国房地产投资如何影响经济增长展开系统性的分析显然具有十分重要的学术价值与现实意义。

在关于房地产投资与经济增长关系的问题上，既往文献主要集中在通过误差修正模型（VECM）和传统Granger因果检验方法，考察两者之间是否存在因果关系，以及存在何种作用方向。现有文献的研究多数在线性框架下展开，但近年来越来越多的研究已证实经济变量之间的相互关系往往是非线性的（Hiemstra and Jones，1994；Huh，2002；陈健，陈杰，高波，2012；陈杰，农汇福，2016）。而在房地产相关的研究领域，Holmes（2000），Kamalian, Pahlavani和Valadkhani（2010），Wang, Lee和TT Binh（2008）等研究证实，人均可支配收入和通货膨胀对房地产市场和其他经济变量的影响是非线性的；陈杰和农汇福（2016）基于我国1999~2010年省级面板数据和门限面板模型，发现经济适用房供应对商品市场的影响是非线性的。因此，我们有充分的理由认为房地产投资对经济增长之间的影响很可能

是非线性的。但目前对我国房地产投资与经济增长之间非线性关系的研究还比较欠缺。此外，纵观现有的文献，多数研究在双变量的框架下独立考察房地产投资与经济增长之间的关系，这很可能会出现遗漏变量的问题。同时，错误地将模型固定在线性框架下对房地产投资和经济增长的关系展开研究，可能是既往文献结果之间出现冲突和矛盾的主要原因。

从研究方法上看，传统的Granger因果关系检验可能存在一定的局限性。Granger因果关系检验是基于因果事件发生时间次序的先后的统计意义上的显著性，其检验结果严重依赖于滞后阶数，往往会因滞后阶数的不同选择而出现较大的差异。（Gujarati，2003）与此同时，传统Granger因果关系检验在实证检验过程中要么过度地关注了变量之间在统计意义上的显著性，而忽视了内在的经济意义上的显著性（Abdullah and Rangazas，1988; Sims，1972)；要么在进行方差分解分析时，因为在正交化（orthogonalize）过程中对扰动项关系结构存在主观性判断（Awokuse，2008; Bernanke，1986），从而使分析结果因变量的不同次序而产生显著的差别（Enders， 2008; Yang, Hsiao, Li and Wang，2005）。

基于上述分析和经验认识，本章将尝试在新古典经济增长模型框架下(Lucas，1988; Solow，1974; Solow，2008)，运用当前流行的非线性计量模型对我国房地产投资如何影响经济增长展开系统性的定量分析。因此，与既往多数文献相比，本章毫无疑问更具有坚固的经济学理论基础。在我们的知识范围内，本章将是第一篇基于全国地级市面板数据，且在非线性框架下系统地研究我国房地产投资如何影响经济增长的实证文章。

具体而言，本章将尝试回答三个问题：我国房地产投资的变动是否会以及怎样对经济增长产生影响，这种影响关系和大小是否因条件而异。因此，本章收集了2000~2013年我国255个地级市面板数[注]，综

合运用当前流行的非线性门限面板模型（Caner and Hansen，2004; Hansen，1999; Hansen，2000）和GMM方法，系统性地定量考察不同环境下我国房地产投资如何影响宏观经济增长。房地产投资是否推动经济增长，以及在何种情景下对经济增长产生多大的影响，对于判断未来的房地产市场以及经济走势都非常重要。同时，本章的研究结果还有助于政府对未来房地产市场调控政策的选择和制定，以应对宏观经济周期的波动。

本章的结构如下：第1节对相关研究文献进行回顾性总结；第2节对本章所使用的数据及计量模型进行介绍；第3节为实证研究及结果讨论；最后的第4节是结论性描述以及政策启示部分。

1. 文献综述

正如本章引言所述，从投资入手寻找经济增长的动力以及经济增长的差异是一个很好的研究视角。Keynes（1931）或许是最早关注投资与经济增长之间相互关系的学者之一，认为增加投资是应对经济衰退的一个好办法。但关于房地产投资对经济增长的影响，早期的主流观点则认为，房地产投资对经济增长无明显促进作用，甚至会存在挤出效应。（Dwyer，1972; Howenstine，1957; Wells，1985）比如，Weissmann（1955）认为对于欠发达的国家和地区，房地产投资并不是经济增长的原因，相反在资本积累不足的情况下，大规模进行房地产投资只能拖累经济发展。Wells（1985）指出建筑业的投资并不能带动经济增长，特别是在不够开放的发展中国家，无法有效利用外资，过度的建筑业投资会挤出其他行业投资。Mills（1987)指出美国因为税收扭曲，导致了资源错配，大量的资本从制造业流向房地产业，出现了房投资过热，并抑制了经济增长。

进入20世纪80年代以后，随着房地产业在世界各地的蓬勃发展，以及计量经济学的快速发展和应用，一些学者利用数据和计量方法来研究房地产投资和经济增长之间的相互关系，实证普遍发现两者之间有明显相互作用（Aye, Balcilar, Bosch and Gupta，2014; Chen, Guo and Zhu，2011; Kuang and Zhou，2010）。但纵观现有文献，从研究结论来看，由于各个国家的发展阶段和产业政策的差异，住宅部门与经济联系的差异，以及样本期和数据类型[注]的不同，使得现有研究的基本结论甚至出现了相互冲突和备受争议。

如本章引言所讨论的，现有文献主要基于VECM模型和Granger因果关系检验展开研究，因此既往文献的基本研究结论大致分成三类：一是房地产投资是经济增长的单向Granger原因。有代表性的文献主要包括Greasley和Madsen（2013），Green（1997），Greenwood和Hercowitz（1991），及Leamer（2007）。其中，Green（1997）基于美国1959~1992年度时序数据，发现房地产投资领先于经济增长，而其他行业投资滞后于经济增长，政府把房地产投资挤到其他行业（工厂、设备）投资，短期将导致经济混乱；Greenwood和Hercowitz（1991）采用美国1954~1989年家庭耐用消费品、住宅投资与商业投资的时序数据，均得出了房地产投资领先于经济增长和其他宏观经济变量的结论。此外，Coulson和Kim（2000），Gauger和Snyder（2003），Ghent和Owyang（2010），及Wen（2001）等研究结论也支持此类观点。

二是经济增长是房地产投资的单向Granger原因。Kim（2004）与Vargas-Silva（2008）针对韩国1970~2002年的年度数据实证研究认为，住宅投资不是经济增长的推动因素，而是经济增长的产物，但非住宅投资则和经济增长存在双向互动关系。Davis和Heathcote（2005)通过研究多部门的经济增长模型发现，消费、住宅投资、非住宅投资都是同向波动的，其中住宅投资比其他商业投资波动大得多，他们发现非住宅投资滞后于经济增长，但找不到足够的证据证实住宅投资领

先于经济增长。支持这类观点的代表性文献还包括Bulligan（2010），Hasan和Taghavi（2002），Kim（2002），及Madsen（2002）。

三是房地产投资与经济增长间存在双向Granger因果关系。Aye, Balcilar, Bosch和Gupta（2014)采用了南非1972（Q2）~2012（Q2）的长样本数据，探讨了房价、住宅投资、新通过的建筑计划与经济产出之间的关系，结果显示房价单向影响产出，经济产出单向领先新通过的建筑计划，而住宅投资与产出存在双向的引导关系，在5个经济下滑期，住宅投资有1期对产出下滑有强烈的预示作用，而经济产出在4个下滑前期和2个下滑期对住宅投资有预测作用。最后指出了房地产业的衰退极有可能导致产出下降，建议保持房地产业稳定增长，但也要避免过度投资造成的泡沫。此外，Chen, Guo和Zhu（2011），Hongyu, Park和Siqi（2002），及Kuang和Zhou（2010)等研究也得出了“住宅投资与经济发展之间存在双向因果关系”的结论。

近年来，随着国内房地产市场的迅速发展，研究我国房地产投资与经济增长之间关系的文献也增加很快。Hongyu, Park和Siqi（2002)采用中国1981~2000年国家层面年度数据，和双变量VAR模型检验了住宅投资、非住宅投资与经济增长之间的关系。他们认为：住宅投资、非住宅投资与经济增长之间存在长期均衡关系，经济增长带动了住宅投资与非住宅投资；住宅投资与非住宅投资对经济增长也有影响，且住宅投资对经济增长的影响较非住宅投资大得多。此外，王先柱（2007），皮舜和武康平（2004），及黄忠华、吴次芳和杜雪君（2008）研究结果均显示我国房地产投资和经济增长之间存在双向反馈机制；刘红（2006）研究表明房地产投资是刺激经济增长的重要变量之一。上述文献均采用全国层面数据，但对于房地产市场而言，它是典型的区域性市场，最适合房地产市场的单位应该是城市（龙奋杰，沈悦，刘洪玉，郑思齐，董黎明，2006）。

但基于城市层面数据研究我国房地产投资与经济增长关系的既往文献还比较欠缺。Kuang和Zhou（2010)采用中国35个大中城市的年度数据，研究房地产投资、房地产信贷和经济增长的关系，结论显示住宅购买比住宅开发对经济增长的贡献更大，房地产投资比信贷对经济增长的影响更大，而经济增长对房地产信贷的影响比对房地产投资的影响大。张洪、金杰和全诗凡（2014）采用我国70个大中城市1998~2010年面板数据，并以柯布—道格拉斯生产函数为基础，构建了包括房地产投资及其空间效应的空间动态计量模型，其结果显示，样本期内各个大中城市房地产投资之间存在显著的空间效应，某一地区房地产投资不仅促进和提升本地区经济增长，同时也带动其他地区经济增长。无论是从区域来看，还是从区际来看，房地产投资均存在不同程度的空间溢出效应，但是彼此之间存在差异，总体而言，城市经济越发达其空间溢出效应越显著。上述文献虽然采用了城市数据进行研究，但选用的样本量还是显得太少，不论是35个大中城市，还是70个大中城市，均无法很好地体现我国城市的特征[注]，很可能存在样本选取（sample selection）等问题。

此外，房地产作为我国国民经济的支柱性产业（梁云芳，高铁梅，贺书平，2006），毫无疑问会对其他产业产生显著的带动作用（国家统计局综合司课题组，2005）。因此部分学者通过不同的角度分析了我国房地产业对其他行业的影响，其中代表性的文献主要有梁云芳、高铁梅和贺书平（2006），王国军和刘水杏（2004），及蒲勇健和晏国菀（2010）等，这些文献的基本结论均表明，房地产业对国民经济中其他各行业产生不同程度的带动效应。其他视角的研究有原鹏飞和冯蕾（2014）通过构建DCGE模型说明了我国房价上涨刺激了房地产业膨胀，消化了过剩产能，从而带动宏观经济和其他行业快速增长。

综上所述，现有的文献仍存在三大不足，一是对变量之间的非线性关系重视不足，多数文献直接假定变量之间是静态的、线性的关

系；二是现有文献主要基于Granger因果关系展开研究，Granger因果检验的局限性在本章引言部分有较详细阐述，不再赘述；三是既往文献大多数基于国家层面时序数据或省级面板数据，或者采用少数城市数据构建面板。鉴于此，本章将基于新古典经济增长模型(Lucas，1988; Solow，1974; Solow，2008)，通过更全面的、更具微观特征的全国所有地级城市面板数据，以及当前流行的非线性分析框架和非线性计量模型(Caner and Hansen，2004; Hansen，2000)，系统而严谨地定量研究我国房地产投资如何影响本地经济增长，以及在何种情况下产生多大的影响。

2. 数据与计量模型

数据及统计性描述

根据国家统计局公布的数据显示，房地产投资包括住宅、办公楼、商业营业用房、经济适用房（2011年后停止公布该项数据，原因未知），以及其他等种类的投资。其中，住宅投资占比最高，其他几类投资占比较小。本章采用的房地产投资包括了以上几类投资总和，这与Chen, Guo和Zhu（2011)所用的数据是等价的。

考虑到我国房地产市场在1998年前后存在较大的差异性，本章样本期为2000~2013年255个地级市的面板数据。样本中剔除了样本期内前后名称不一致、政府办公位置发生变化的城市，剔除了自治州和县级市城市，但包含北京、上海、重庆、天津4个直辖市，15个副省级城市及计划单列市。此外，由于西藏自治区的城市数据缺失非常严重，样本内不含有西藏自治区下辖地级市。对于样本中少数城市某个年份的数据缺失，本章采用前一年和后一年的平均值进行填补，如果出现连续超过2年（以上）数据缺失的城市，则从样本中剔除。

本章用的变量包括了经济增长率(g)、人均实际GDP(y)、人口增长率(gn)、固定资产投资占GDP之比(fixratio)、房地产开发投资占GDP之比(reiratio)、房地产开发投资占全社会固定资产投资之比(reifixratio)等。数据来源于国家统计局、Wind数据库、同花顺数据库和中国统计年鉴（2001~2014年）等。因为没有各地级市CPI指数的数据，本章与陆铭、欧海军和陈斌开（2014）一致，采用经调整后省级CPI指数对本省内的城市变量进行价格平减，为实值。人均实际GDP等于实际GDP总额除以城市年末常住人口规模。

此外，借鉴陈艳艳和罗党论（2012）做法，本章以winsorize方法处理固定资产投资占GDP之比和房地产投资占GDP之比这两个变量的异常值，即把1%以下与99%以上的数值分别替换为1%和99%。表15.1报告了本章主要变量的统计信息。

表15.1 2000~2013年主要变量数据描述性统计（平均值）

变量	（%）	（元）	*fixratio*（%）	*reiratio*（%）	（%）	*reifixratio*（%）
2000年	7.89	15 869	30.41	5.86	0.97	21.41
2001年	9.38	15 278	33.22	6.81	0.65	21.07
2002年	11.10	13 793	34.78	7.49	0.66	21.71
2003年	12.52	13 372	43.67	8.68	1.63	20.17
2004年	14.51	13 517	46.64	9.16	0.80	19.81
2005年	14.16	13 367	48.34	9.26	0.68	19.61
2006年	14.18	13 771	49.24	9.65	1.08	20.30
2007年	15.26	13 647	53.25	11.29	1.07	21.84
2008年	12.39	14 075	56.59	11.75	0.98	21.71
2009年	13.01	13 690	65.55	12.64	0.72	20.35
2010年	14.56	13 997	69.83	13.96	0.98	20.89
2011年	13.24	14 643	62.31	15.31	1.51	25.29
2012年	11.65	14 570	66.95	16.19	0.11	25.41
2013年	9.52	14 243	72.15	15.72	0.57	24.68

注：本表为笔者根据国家统计局、Wind数据库以及统计年鉴等公开数据整理而得。g表示实际经济增长率；y表示实际人均GDP；fixratio表示固定资产投资与GDP之比；

gn表示人口年增长率；reiratio表示房地产投资与GDP之比；reifixratio表示房地产投资与固定资产投资之比。

实证模型

正如前文所述，许多不同领域的研究文献已经证明变量之间的关系往往是非线性的，在房地产领域，陈杰和农汇福（2016）运用我国房地产数据证实了非线性关系的存在。在房地产投资与经济增长关系的问题上，既往文献中，Turin（1978）与Waswo（2013)认为在社会发展的不同阶段，房地产对经济增长的影响会不同。在社会经济发展初期，房地产投资对本地经济增长的影响力可能比较小(Weissmann，1955)，当房地产投资占GDP之比增加时，房地产投资对本地国民经济的影响可能会随之增大(Arku，2006；Hirayama，2003)。但另一方面，当房地产开发投资与固定资产投资之比上升时，它隐含着资本有可能会从其他行业流向房地产业，此时可能会出现房地产投资过热，从而对本地经济发展产生抑制的作用，拖累经济的发展(Mills，1987)。鉴于此，本章将在非线性框架下系统地研究房地产投资如何影响经济增长。

下面我们将规范地实证检验，我国房地产投资是否会对经济增长产生影响，以及这种影响是否因条件而言。借鉴Gregory，Romer和Weil（1992)基于新古典经济增长理论所发展的实证经济增长模型，但考虑变量之间潜在非线性特征，具体的实证模型为[注]：

$$g_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ln(y_{it-1}) + \beta_2 Ln(inv_{it}) I(q_{it}) + \beta_3 Ln(inv_{it}) (1 - I(q_{it})) + \beta_4 Ln(gn_{it} + \gamma_{it} + \delta_{it}) + \varphi_i + v_t + e_{it} \quad (1)$$

其中，g_{it}表示城市i在时间t的GDP增长率；yit-1表示城市i在时间t-1的人均实际GDP；invit表示城市i在时间t投资与GDP之比；gn_{it}、 γit和δit分别表示城市i在时间t的人口增长率、技术进步率和资本折旧率；φi和vt分别表示城市i的固定效应和时间t的固定效

应；qit表示模型的门限变量，$I_t(q_{it}) = \begin{cases} 1 & q_{it} > \tau \\ 0 & q_{it} \leqslant \tau \end{cases}$ 表示指示函数；τ表示模型的门阀值；eit表示误差修正项。

系数β_2和β_3的大小与显著性将是本文最为关注的估计参数。本文出于书写方便的考虑，式（1）是仅包含1个门限值的表达形式，但实际数据可能存在多个门限值。多个门限值的方程形式依次类推，计算方式是先计算单个门限值，然后将第一个门限值固定下来，并在两个体制（regime）中分别采用格点搜索方法（Grid Search）计算第二个门限值，依次类推计算第三个门限值。

在式（1）中，如果不考虑门限变量，其类似于Gregory，Romer和Weil（1992)基于新古典经济增长理论所发展的实证经济增长模型。该模型现已成为实证经济增长文献的标准模型之一。在实证过程中，我们借鉴了徐现祥和王贤彬（2010）及徐现祥、王贤彬和舒元（2007）的做法，假定$\gamma_{it}+\delta_{it}=0.1$。根据既往经济增长核算文献的相关发现，改变这个设定并不会对后文的实证结果带来实质性影响（徐现祥和王贤彬，2010）。

对于式（1），以单门限为例，如果门限变量的值大于门阀值τ，即$I(q_{it})=1$，则β_3不存在，我们只需考虑系数β2的大小及其显著性，其表示在门限变量小于门限值时，投资对经济增长的影响大小；如果门限变量的值小于门阀值τ，即$I(q_{it})=0$，我们只需考虑系数β3的大小及其显著性，其表示在门限变量高于门限值时，投资对经济增长的影响程度。

由于过去十几年时间里，房地产投资迅猛上涨与我国经济的高速增长在时间上存在一致性，而进入经济新常态后，房地产投资大幅回落与经济增速快速下滑在时间是也存在一致性。因此，一种流行的观点认为：进一步提升房地产投资规模，能够减缓我国宏观经济增速的

下滑。本文认为，这种观点忽视了不同行业之间生产率的差异性，生产率的提高才是经济增长的最终动力(Hsieh and Klenow, 2007; Solow, 1956)。但是，房地产及其相关行业生产率水平普遍低于其他行业（陈斌开、金箫和欧阳涤非,2015），因此，如果房地产投资规模已经超过了当前市场和经济的需求，进一步增加房地产投资将会加剧社会资源错配，进而进一步降低中国宏观经济增长，最终阻碍我国经济的长期稳定发展（曹玉书和楼东玮，2012；李静、彭飞和毛德凤，2012）。

鉴于上述讨论，本文将选用以下两个门限变量：（1）房地产投资占GDP的比重（reiratio）；（2）房地产投资占社会固定资产投资比重（reifixratio），通过非线性门限面板模型，检验房地产投资是否以及将会如何影响本地经济增长。本文预期随着以上两个门限变量比重的提升，投资对我国经济增长的影响将逐步减弱。

计量方法

Gregory, Romer和Weil（1992)认为，nit、 γit和δit均是外生，在施加一些约束后，理论上可以直接采用OLS方法对式（1）进行回归。在理论上以及实际应用中，通常采用固定效应模型（fixed-effect model）对面板数据和模型进行估计。然而，如果面板数据的个体数量（N）很大，且时间跨度（T）较小时（比如本文所采用的面板数据，N=260，T=13），基于一阶差分计算的最小二乘法（OLS）方法得到的估计量很可能是不一致的(Nickell，1981)。但是，在T比较小（只要满足T>4），且N□T的情况下，采用IV/GMM方法对面板数据和模型回归得到的估计值是一致的(Arellano and Bond，1991; Han and Phillips，2006; Stock and Wright，2000)。

本文采用全国255个地级市面板数据。由于我国东、中、西部经济发展和房地产市场均存在较大差距，因此，本文数据很可能存在较大

的异质性。对于可能存在异质性的面板数据来说，GMM方法可以有效地消除数据异质性带来的不利影响。更重要的是，在本文中由于门限变量的存在，每个体制（regime）的数据实际上是非平衡（unbalanced）面板数据，在这种情况下，GMM方法得到的估计量一般要优于混合最小二乘法（pooled OLS）得到的估计量(Han and Phillips，2006)。此外，Hansen（2000)建议采用GMM方法对门限面板数据进行检验。

在式（1）中，我们还需要加以考虑的另一个问题是固定资产投资占GDP比重与被解释变量之间很可能存在内生性。如果存在内生性，且不用适当的工具变量加以控制，OLS方法和GMM方法回归结果均可能是有偏的。因此，本文采用了固定资产投资占GDP比重的滞后一期变量作为工具变量，以解决式（1）中潜在的内生性问题。同时，采用滞后一期变量作为解释变量的经济学含义是经济环境发生变化时，经济主体难以及时对环境和信息变化更改生产决策，因此解释变量的变化要到下一期才会对被解释变量产生影响。

鉴于上述讨论，出于稳健性考虑，本文将同时采用OLS方法和GMM方法对式（1）进行回归检验。

3. 实证研究结果

在使用门限面板模型之前，要先确认式（1）是否存在门限效应以及门限的数量。在此，还有一点值得进一步指出，为了保证每个体制包含足够的观测值，本文仅对样本期中间的80%样本量进行格点搜索（即最大值的10%和最小值的10%均不在格点搜索范围内），同时，也为了使得计算难度控制在一个合理范围之内，我们将最大门限数量设置为3个。注本文采用条件最小二乘法（conditional OLS）估计门限变量的门阀值以及门限的个数(Hansen，2000)，并对所有可能的门限

值进行迭代，选取式（1）中残差平方和(RSS)最小的门限值作为门限估计值(Chan，1993)。在得到门限估计值之后，利用Bootstrap方法检验门限效应的显著性水平(Chan，1993; Hansen，2000)。

表15.2报告了式（1）各门限变量的门限效应检验结果。从估计量以及对应的p值可以看出，两个门限变量房地产投资占GDP比重（reiratio）和房地产投资占固定资产投资比重（reifixratio）均能通过5%的统计性检验，均存在一个门限值。

表15.2 各门限变量的门限效应检验结果

门限变量	门阀值（T）	低于 T 的观测值	高于 T 的观测值	LM(p 值)	门限数量
reiratio	10.10%	2 904	921	76.657** (0.011)	1
reifixratio	17.31%	2 282	1 543	57.803** (0.012)	1

注：（1）小括号内数字为p值，经过1000次bootstrap而得；(2)***表示p<0.01,**表示p<0.05,*表示p<0.1。

在确定各门限变量均存在门限效应之后，我们就可以对模型进行门限面板检验。具体地，与Gregory，Romer和Weil（1992）与王贤彬、徐现祥和李郇（2009）等研究一致，本文假定n_{it}、γ_{it}和δ_{it}均是外生的，分别采用OLS方法和系统GMM方法对式（1）进行回归，结果如表15.3所示。可以看出，房地产投资对经济增长的影响存在非线性特征。表15.3所有解释变量的符号与新古典经济增长理论预测和现有实证经济增长文献的发现相一致。

表15.3 房地产投资对经济增长影响的回归结果（2000~2013年）

门限变量	*reiratio*	*reiratio*	*reifixratio*	*reifixratio*		
门限值	10.10%	10.10%	17.31%	17.31%		
Ln(y(−1))	−1.630***	−1.635***	−1.604***	−1.608***	−1.649***	−1.654***
	−0.196	−0.368	−0.196	−0.352	−0.196	−0.369
inv(−1)_below	**9.474*****	**9.486*****	**8.281*****	**8.285*****		
	−0.506	−1.093	−0.477	−0.916		
inv(−1)_above	**6.642*****	**6.640*****	**5.528*****	**5.524*****		
	−0.498	−0.861	−0.578	−0.867		
inv(−1)_regime1					**9.257*****	**9.266*****
					−0.491	−1.053
inv(−1)_regime2					**6.245*****	**6.245*****
					−0.565	−0.954
inv(−1)_regime3					**5.856*****	**5.850*****
					−0.553	−0.866
gn+0.1	0.253***	0.217***	0.262***	0.234***	0.251***	0.215***
	−0.051	−0.049	−0.051	−0.05	−0.051	−0.049
常数项	6.190***	7.312***	6.685***	7.513***	6.545***	7.691***
	−0.584	−0.702	−0.588	−0.723	−0.582	−0.715
R^2	0.115		0.111		0.121	
AR(1)		−6.67***		−6.62***		−6.72***
		0		0		0
AR(2)		0.5		0.63		0.48
		−0.617		−0.53		−0.632

门限变量	*reiratio*	*reiratio*	*reifixratio*	*reifixratio*		
门限值	10.10%	10.10%	17.31%	17.31%		
观测值	3 570	3 570	3 570	3 570	3 570	3 570
城市数量	255	255	255	255	255	255

注：（1）小括号内数字为标准差；（2）***表示p<0.01,**表示p<0.05,*表示p<0.1；（3）解释变量中的-1表示滞后1期；（4）后缀_below表示门限变量低于门限值的区域，后缀_above表示门限变量高于门限值的区域；（5）后缀_regime1表示

两个门限变量均小于各自门限值的区域；后缀_regime2表示其中一个门限变量大于其门限值的区域；后缀_regime3表示两个门限变量均大于各自门限值的区域。

表15.3的第1~2列报告了房地产投资占GDP比重（reiratio）作为门限变量的变化如何影响经济增长，其中第1列回归结果采用OLS方法，第2列回归结果采用一步系统GMM方法。可以看出，两种方法均显示，在reiratio≤10.10%（共2904个观测值，占75.92%）时，投资占比（inv）对经济增长的影响系数是9.48左右；在reiratio>10.10%（共921个观测值，占24.08%）时，投资占比（inv）对经济增长的影响系数下降为6.64左右。两种机制（regime）下均能通过1%的统计性检验。这表明，在超过75%的绝大部分城市，房地产投资占比仍在门限值之下，该地区投资对经济增长拉动比较明显，但在不到25%的部分城市，房地产投资占比超过了门限值，该地区投资对经济增长的促进作用出现较大幅度地下降。

表15.3的第3~4列报告了房地产投资占固定资产投资比重（reifixratio）作为门限变量的回归结果，其中第3列回归结果采用OLS方法，第4列回归结果采用一步系统GMM方法。可以看出，两种方法、两种机制（regime）下均能通过1%的统计性检验。在reifixratio≤7.31%（共2282个观测值，占59.66%）时，投资占比（inv）对经济增长的影响系数大约是8.28；在reifixratio>17.31%（共1543个观测值，占40.34%）时，投资占比（inv）对经济增长的影响系数下降为5.52左右。这与表15.3第1~2列的检验结果是一致的。

两个均存在1个门限值的门限变量可以将整个样本划分成三个小样本。（1）样本1：房地产投资占GDP比重（reiratio）小于其门限值，同时房地产投资占固定资产投资比重（reifixratio）小于其门限值；（2）样本2：房地产投资占GDP比重（reiratio）大于其门限值，或者房地产投资占固定资产投资比重（reifixratio）高于其门限值；（3）样本3：房地产投资占GDP比重（reiratio）高于其门限值，同时

房地产投资占固定资产投资比重（reifixratio）大于其门限值。显然，这三个小样本房地产投资在经济中比重应该是逐渐递增的。

表15.3的第5~6列报告了分成三个小样本后的回归结果，类似地，第5列回归结果采用OLS方法，第6列回归结果采用一步系统GMM方法。可以看出，在房地产占比最小的样本1中（共2153个观测值，占56.28%），投资占比（inv）对经济增长的影响系数大约是9.26；在房地产占比比较高的样本2中（共880个观测值，占23.01%），投资占比（inv）对经济增长的影响系数下降为6.25左右；在房地产占比最大的样本3中（共792个观测值，占20.71%），投资占比（inv）对经济增长的影响进一步减少到大约5.85。这与表15.3第1~4列的检验结果是一致的。

4. 结论及启示

世界各国的发展经验已经告诉我们，投资在经济增长过程发挥着非常重要的作用。但是，对于房地产投资是否推动经济增长，以及在何种情景下对经济增长产生多大的影响，目前国内外学者长期对此有很多争论，已有的实证研究存在很多相互矛盾的结果。房地产投资与经济增长的关系，对于判断未来的房地产市场以及经济走势都非常重要。鉴于此，本章通过我国255个地级市2000~2013年面板数据，综合运用GMM方法、非线性门限面板模型，系统分析了我国房地产投资对经济增长的影响。

本章计量模型和方法显示我国房地产投资对经济增长的影响并非静态不变的。具体而言，本章的研究可以得出以下结论：随着房地产投资占GDP比重、房地产投资占固定资产投资比重的增加，投资对我国经济增长的影响逐渐下降，而且房地产投资占GDP比重和房地产投资占

固定资产投资比重同时增加时，投资对我国经济增长的影响力进一步减弱。

基于以上的研究结论，本章可以得到以下启示：本地政府要用战略眼光来看待房地产行业的发展，不可高估房地产投资对经济增长的拉动作用，而将投资资源过于集中在房地产行业，导致房地产投资占比过大。当房地产投资占比过高时，隐含着社会资本从其他行业流向房地产业的可能，形成社会资本过于集中到房地产业，此时若继续增加房地产投资比重会抑制经济增长、拖累经济长期稳定。因此，我们可以认为，当地政府要有全局眼光来鼓励和引导房地产发展过程中，一方面，要合理引导其他产业的发展（比如加大基础投资比重等）避免出现投资过于集中房地产行业，另一方面要避免出现社会资本从其他行业流出，进入房地产业的情形发生。总而言之，中央及地方政府在出台政策时，应该考虑本地区的经济发展和资本积累程度，以及房地产投资比重等实际情况，以“科学发展观”的理念做到因地制宜地选择和制定合理的产业政策，最终实现经济和社会可持续发展。

参考文献■

[1] Chen, Jie; Guo, Feng; Zhu, Aiyong. Housing Wealth, Financial Wealth and Consumption in China [J] . China & World Economy, 2009, 17(3): 57-74.

[2] Arku G. The Housing and Economic Development Debate Revisited : Economic Significance of Housing in Developing Countries [J] . Journal of Housing & the Built Environment, 2006, 21(4): 377-395.

[3] Turin D A. Construction and development ☆ [J]. Habitat International, 1978, 3(1-2): 33-45.

［4］Chen, Jie, Feng Guo, and Aiyong Zhu,. The Housing-Led Growth Hypothesis Revisited：Evidence from the Chinese Provincial Panel Data, Urban Studies, 2011,48：2049-2067.

［5］Harris R, Arku G. Housing and economic development：The Evolution of an Idea since 1945［J］. Habitat International, 2006, 30(4)：1007-1017.

［6］Lambertini L, Mendicino C, Punzi M T. Expectation-Driven Cycles in the Housing Market：Evidence from survey data ☆［J］. Journal of Financial Stability, 2013, 9(4)：518-529.

［7］Leamer, Edward E, 2007. Housing Is the Business Cycle(National Bureau of Economic Research).

［8］Kim K H. Housing and the Korean Economy［J］. Journal of Housing Economics, 2004, 13(4)：321-341.

［9］Hiemstra C, Jones J D. Testing for Linear and Nonlinear Granger Causality in the Stock Price — Volume Relation［J］. Journal of Finance, 1994, 49(5)：1639-1664.

［10］Huh H S. GDP Growth and the Composite Leading Index：A Nonlinear Causality Analysis for Eleven Countries［J］. Economics Letters, 2002, 77(1)：93-99.

［11］Mark J. Holmes. Monetary Shocks, Inflation and the Asymmetric Adjustment of UK Industrial Output.［J］. Applied Economics Letters, 2000, 7(3)：159-163.

［12］Kamalian A R, Pahlavani M, Valadkhani A. Modelling the Asymmetric Effects of Inflation on Real Investment in Iran, 1959-

2008［J］. Applied Econometrics & International Development, 2010, 10(10)：169-182.

［13］Wang K M, Yuan-Ming L, Binh N T T. Asymmetric Inflation Hedge of Housing Return：A Non-linear Vector Error Correction Approach［J］. International Real Estate Review, 2008, 11(1)：65-82.

［14］Gujarati, DN, 2003. Basic Econometrics Fourth Edition McGraw Hill Gujarati, DN,(2003). Basic Econometrics(McGraw Hill. International Edition).

［15］Abdullah, Dewan A, and Peter C Rangazas. Money and the business cycle：another look, The Review of Economics and Statistics, 1988：680-685.

［16］Sims C A. Money, Income, and Causality.［J］. American Economic Review, 1972, 62(62)：540-552.

［17］Titus O. Awokuse. Trade Openness and Economic Growth：Is Growth Export-Led or Import-Led?［J］. Applied Economics, 2008, 40(2)：161-173.

［18］Bernanke, Ben S, 1986. Alternative Explanations of the Money-Income Correlation(Elsevier).

［19］Enders, Walter, 2008. Applied Econometric Time Series(John Wiley & Sons).

［20］Yang J, Cheng H, Li Q, et al. The Emerging Market Crisis and Stock Market Linkages：Further Evidence［J］. Journal of Applied Econometrics, 2005, 21(6)：727-744.

［21］Lucas R E. On the Mechanics of Economic Development ［J］. Journal of Monetary Economics, 1988, 22(1)：3-42.

［22］Solow R M. The Economics of Resources or the Resources of Economics ［J］. American Economic Review, 1974, 64(2)：1-14.

［23］Solow, Robert M,. The Economics of Resources or the Resources of Economics, Journal of Natural Resources Policy Research, 2008：69-82.

［24］Caner, Mehmet, and Bruce E Hansen. Instrumental Variable Estimation of a Threshold Model, Econometric Theory 2004, 20(5), 813-843.

［25］Hansen B E. Threshold Effects in Non-Dynamic Panels： Estimation, Testing, and Inference ［J］. Journal of Econometrics, 1999, 93(2)：345-368.

［26］Hansen B E. Sample Splitting and Threshold Estimation［J］. Econometrica, 2000, 68(3)：575-603.

［27］Keynes, John Maynard, 1931. Letter of February 1 to Franklin Delano Roosevelt, The Collected Writings of John Maynard Keynes, XXI：Activities 1939.

［28］Howenstine E J. Appraising the Role of Housing in Economic Development ［J］. International Labor Review, 1957, 75(1)：21-33.

［29］Wells J. The Role of Construction in Economic Growth and Development ［J］. Habitat International, 1985, 9(1)：55-70.

［30］Weissmann, E. 1955. Importance of physical planning in economic development. In B. Kelly （Ed）. Housing and economic development. MA：A report of a Conference Sponsored at the Massachusetts Institute of Technology by the Albert Farwell Bemis Foundation.

［31］Mills E S. Has the United States Overinvested in Housing? ［J］. Real Estate Economics, 1987, 15(1)：601-616.

［32］Aye G C, Balcilar M, Bosch A, et al. Housing and the business cycle in South Africa ［J］. Journal of Policy Modeling, 2014, 36(3)：471-491.

［33］Kuang W, Zhou H. Housing Investment, Housing Credit and Economic Growth in China ［C］. International Conference on Information Management, Innovation Management and Industrial Engineering. 2010：3-6.

［34］Greasley D, Madsen J B. The housing slump and the great depression in the USA ［J］. Cliometrica, 2013, 7(1)：15-35.

［35］Green, Richard K. Follow the Leader：How Changes in Residential and Non-Residential Investment Predict Changes in GDP, Real Estate Economics.1997,25：253-270.

［36］Greenwood J, Hercowitz Z. The Allocation of Capital and Time over the Business Cycle.［J］. Journal of Political Economy, 1991, 99(6)：1188-1214.

［37］Coulson N E, Kim M S. Residential Investment, Non-residential Investment and GDP ［J］. Real Estate Economics, 2000,

28(2)：233-247.

［38］Gauger J, Snyder T C. Residential Fixed Investment and the Macroeconomy：Has Deregulation Altered Key Relationships?［J］. Journal of Real Estate Finance & Economics, 2003, 27(27)：335-354.

［39］Ghent A C, Owyang M T. Is Housing the Business Cycle? Evidence from US Cities ［J］. Journal of Urban Economics, 2010, 67(3)：336-351.

［40］Wen Y. Residential Investment and Economic Growth ［J］. Annals of Economics & Finance, 2001, 2(2)：437-444.

［41］Vargas-Silva C. Monetary Policy and the US Housing Market：A VAR Analysis Imposing Sign Restrictions［J］. Journal of Macroeconomics, 2008, 30(3)：977-990.

［42］Davis, Morris A, and Jonathan Heathcote,. Housing and the business cycle ［J］. International Economic Review, 2005, 46：751-784.

［43］Bulligan G. Housing and the Macroeconomy：The Italian Case ［M］. Housing Markets in Europe. Springer Berlin Heidelberg, 2009：19-38.

［44］Hasan M S, Taghavi M. Residential Investment, Macroeconomic Activity and Financial Deregulation in the UK：An Empirical Investigation ［J］. Journal of Economics & Business, 2002, 54(4)：447-462.

［45］Kim, Mycong-Soo, 2002. A Comparative Study on Residential Investment and Nonresidential Investment in GDP Fluctuation.

[46] Madsen J B. The Causality between Investment and Economic Growth [J]. Economics Letters, 2002, 74(2): 157-163.

[47] Liu H, Yun W P, Zheng S. The Interaction between Housing Investment and Economic Growth in China [J]. International Real Estate Review, 2002, 5(1): 40-60.

[48] Waswo A. Housing in Postwar Japan: A Social History [M]. RoutledgeCurzon, 2002.

[49] Hirayama, Yosuke. Home-Ownership in an Unstable World, Housing and Social Change: East-West Perspectives, 2003. 8: 140.

[50] Gregory, Mankiw N, David Romer, and David N Weil. A Contribution to the Empirics of Economic growth. Quarterly Journal of Economics, 1992, 107: 407-437.

[51] Hsieh, Chang-Tai, and Peter J Klenow, 2007. Misallocation and manufacturing TFP in China and India(National Bureau of Economic Research).

[52] Solow R M. A Contribution to the Theory of Economic Growth [J]. Quarterly Journal of Economics, 1956, 70(1): 65-94.

[53] Nickell S. Biases in Dynamic Models with Fixed Effects [J]. Econometrica, 1981, 49(6): 1417-1426.

[54] Arellano, Manuel, and Stephen Bond. Some Tests of Specification for Panel Data : Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations, The Review of Economic Studies, 1991, 58: 277-297.

［55］Han C, Phillips P C B. GMM with Many Moment Conditions ［J］. Cowles Foundation Discussion Papers, 2005, 74(1)：147-192.

［56］Stock J H, Wright J H. GMM with Weak Identification［J］. Econometrica, 2000, 68(68)：1055-1096.

［57］Chan K S. Consistency and Limiting Distribution of the Least Squares Estimator of a Threshold Autoregressive Model［J］. Annals of Statistics, 1993, 21(1)：520-533.

［58］陈钊,陈杰,刘晓峰.安得广厦千万间：中国城镇住房体制市场化改革的回顾与展望［J］.世界经济文汇,2008(1)：43—54.

［59］国家统计局综合司课题组.关于房地产对国民经济影响的初步分析［J］.管理世界,2005(11)：30—33.

［60］张清勇,郑环环.中国住宅投资引领经济增长吗?［J］.经济研究,2012(2)：67—79.

［61］况伟大.房地产投资、房地产信贷与中国经济增长［J］.经济理论与经济管理,2011(1)：59—68.

［62］虞晓芬,张娟锋.我国房地产业健康稳定发展的若干问题——2010中国房地产学术研讨会综述［J］.经济研究,2011(2)：149—152.

［63］郑思齐,刘洪玉.住宅产业发展与国民经济增长［J］.建筑经济,2002(10)：29—32.

［64］陈健,陈杰,高波.信贷约束、房价与居民消费率——基于面板门槛模型的研究［J］.金融研究,2012(4)：45—57.

［65］陈杰，农汇福．保障房挤出效应的存在性及其时空异质性：基于省级面板门限模型的证据［J］．统计研究，2016，33(4)．

［66］王先柱．VAR模型框架下房地产业与经济增长关系的实证检验［J］．经济问题，2007(7)：31—34．

［67］皮舜，武康平．房地产市场发展和经济增长间的因果关系——对我国的实证分析［J］．管理评论，2004，16(3)：8—12．

［68］黄忠华，吴次芳，杜雪君．房地产投资与经济增长——全国及区域层面的面板数据分析［J］．财贸经济，2008(8)：56—60．

［69］刘红．中国城市房地产投资的动态经济效应［J］．经济与管理研究，2006(3)：49—53．

［70］龙奋杰，沈悦，刘洪玉等．住宅市场与城市经济互动机理研究综述与展望［J］．城市问题，2006(1)：44—51．

［71］张洪，金杰，全诗凡．房地产投资、经济增长与空间效应——基于70个大中城市的空间面板数据实证研究［J］．南开经济研究，2014(1)：42—58．

［72］梁云芳，高铁梅，贺书平．房地产市场与国民经济协调发展的实证分析［J］．中国社会科学，2006(3)：74—84．

［73］王国军，刘水杏．房地产业对相关产业的带动效应研究［J］．经济研究，2004(8)：38—47．

［74］蒲勇健，晏国菀．房地产行业对三次产业增长的贡献度研究［J］．经济与管理，2010，24(7)：5—9．

［75］原鹏飞，冯蕾．经济增长、收入分配与贫富分化——基于DCGE模型的房地产价格上涨效应研究［J］．经济研究，2014(9)：77—90．

［76］陆铭,欧海军,陈斌开.理性还是泡沫：对城市化、移民和房价的经验研究［J］.世界经济,2014(1)：30—54.

［77］陈艳艳,罗党论.地方官员更替与企业投资［J］.经济研究,2012(S2)：18—30.

［78］徐现祥,王贤彬.晋升激励与经济增长：来自中国省级官员的证据［J］.世界经济,2010(2)：15—36.

［79］徐现祥,王贤彬,舒元.地方官员与经济增长——来自中国省长、省委书记交流的证据［J］.经济研究,2007(9)：18—31.

［80］陈斌开,金箫,欧阳涤非.住房价格、资源错配与中国工业企业生产率［J］.世界经济,2015(4)：77—98.

［81］曹玉书,楼东玮.资源错配、结构变迁与中国经济转型［J］.中国工业经济,2012(10)：5—18.

［82］李静,彭飞,毛德凤.资源错配与中国工业企业全要素生产率［J］.财贸研究,2012,23(5).

［83］王贤彬,徐现祥,李郇.地方官员更替与经济增长［J］.经济学：季刊,2009(3)：1301—1328.

---

1. 本章初稿为第九届中国房地产学术研讨会暨中国高等院校房地产学者联谊会2015年年会“最佳论文二等奖”获奖论文。

2. 作者根据国家统计局公布数据计算而得。

3. 左右资料来源：国家统计局。此外，在早期相关的研究中，刘洪玉、张红：《房地产业与社会经济》，清华大学出版社2006年版认为1998~2001年我国房地产开发投资对经济增长的平均贡献率为14.3%左右；梁云芳等人(2006)研究甚至认为2004年我国房地产开发投资对经济增长的贡献率高达28.5%左右。

4. 据根据国家统计局公布数据，2012年我国共有333个地级市行政单位（包含地级市，自治州），其中283个地级市。由于个别城市数据缺少非常严重，或者数据出现明

显错误，因此本章数据样本不包括自治州，但包括4个直辖市。

5. 比如，有的文献仅适用房地产住宅投资，比如张清勇和郑环环(2012)，有的文献则使用房地产开发总投资，比如chen, Guo,和Zhu(2011)。

6. 根据中国国际统计局2012年公布的数据，中国共有283个地级（以上）城市。

7. 当前，基于非线性框架下的研究模型，大致可以分成两类：一是本文所采用的门限模型；二是Markov转换函数模型。Markov转换模型假设不存在引发变量关系突变的门限值，而是允许模型参数随着转换变量的变化而作平滑、渐进的转变。Markov转换模型经常被用于金融市场的价格波动研究。但是，第一，房地产投资与经济增长显然比金融产品价格有更强的黏性；第二，房地产投资通常会在经济环境持续变化至超过某个临界值时才会做出更改；第三，本文采用的数据为年度数据（由于我国房地产市场的原因，导致无法获取频率更高的数据）。这三个因素的存在，使得本文采用非线性面板门限模型比Markov转换模型更加合适。

8. 在现有的文献中，我们还没看到将门限个数设置在3个以上的权威文献。

第16章
房地产成为经济稳定器的难点与对策
——以上海为例

陈杰

期望房地产市场成为宏观经济一个稳定器往往是一种奢望。更多时候，房地产市场是宏观经济稳定的破坏者。因为房地产天生具有投资品特征——这导致房地产市场对宏观经济和政策非常敏感，在交易量和价格的表现上经常呈现十分突出的追涨杀跌特征。加上开发的长周期与需求的短周期很难匹配，房地产市场的周期波动性很强。

房地产市场一直是国民经济运行的重要组成部分，房地产市场的稳定直接关系宏观经济稳定和金融安全，也对城市居民生活和居民家庭财富至关重要。房地产市场暴涨暴跌，都会对经济带来严重干扰。房地产市场暴涨与房地产市场高库存其实没有本质区别，都是市场不健康的表现，也都有很强的危害性。

某种程度上，房地产高库存与商品高库存其实是一回事，都是产业运行不畅和投资失效的结果，但2015年末全国经济工作会议以来中央为什么要对房地产去库存给予这么大的重视，关键房地产库存与其他商品库存存在几个重要区别：其一是房地产重要性非常大，产业链关联十分强，普通商品没有这么强的产业链关联性；其二房地产有高额杠杆，关系金融安全，普通商品运用杠杆很少；其三是房地产是投资品，当期很小交易形成的边际价格的波动，都会传染影响到全部存

量房地产的市场价格；其四是房地产是财富，进而通过财富效应影响居民的消费等经济行为，再影响到宏观经济，普通商品只是消费品，对居民经济行为影响很小。认识到房地产的这些特质，就容易理解房地产市场的稳定发展对经济稳定和金融安全是何等重要。

然而，现实生活中，期望房地产市场成为宏观经济一个稳定器往往是一种奢望。更多时候，房地产市场是宏观经济稳定的破坏者。这是因为，房地产天生具有投资品特征，导致房地产市场对宏观经济和政策非常敏感，在交易量和价格的表现上经常呈现十分突出的追涨杀跌特征，加上房地产开发的长周期与需求的短周期很难匹配，为此房地产市场的周期波动性很强。房地产开发与消费中的高杠杆率，又进一步加大波峰和波谷的震荡。保持房地产市场的稳定，是各国各地区宏观经济政策都要面临的一大挑战，即使经济发达程度高、房地产市场发育良好。

本章以下以上海2016年第一季度出现的房地产市场高幅震荡作为案例，来说明房地产市场对宏观经济环境和政策的敏感，从而揭示房地产市场波动的基本面原因和稳定房地产市场的难点所在，以期为中国房地产政策的科学制定提供一些判断基础。

1. 2016年第一季度上海房地产市场情况总结

与全国主要一线城市一样，上海房地产市场在2015年表现出强劲反弹势头，当年累计销售新建商品住宅22万套，是第二名北京11万套的2倍，较2014年大涨了35%，在全国主要城市仅次于深圳59%的增幅；2015年上海二手房销售36万套，较2014年同比增长了100%。但在2015年上海房地产市场总体还尚平稳，表现在价格涨幅虽然很大，但总体尚还在可接受范围。2015年全年上海新建商品住宅销售均价为23590元/平方米，刨除保障性住房之后的新建纯商品住宅销售均价则为

32284元/平方米，二手房成交均价为25396元/平方米，这几个价格分别比上年增长了24.2%、18.8%和17.7%。

然而，进入2016年以后，上海房地产市场突然急剧升温，新房和二手房市场双双出现量价同时飙升。根据中原集团研究中心的报告显示，上海二手房住宅价格单月涨幅（1月6.16%，2月8%）连创十余年（2005年4月）以来新高，3月继续环比上涨8.1%，打破指数发布以来的最高纪录。这也意味着，自2015年2月房价触底反弹以来，上海本轮上涨行情已经在14个月中累计上涨50.5%。中原数据还显示，前两个月二手房成交量连续超过4万套，3月二手住宅成交5.7万套，环比增加112%，同比增加171%。本轮上涨中，新房由于供应不足和区段原因，不是主要热点，但即使这样，官方统计显示，2016年1~3月全市新建商品住宅成交5.69万套，同比上涨了34%。在这个背景下，市场上出现相当程度的恐慌情绪，这给房地产市场、金融安全和国民经济都带来诸多不稳定因素。

面对突如其来的房地产市场暴涨，上海市政府虽然主要领导在第一时间就表示高度关切，呼吁市场冷静，但由于种种原因，市政府出台具体调控措施时候一度表现犹豫。在各方的呼吁之下，尤其2016年3月份两会期间住建部部长公开表态，楼市政策要差别化，北上广深首要责任是稳定房地产市场，3月25日上海市政府终于公布了一系列新政，及时给上海房地产市场带来降温。根据市场中介发布的数据，新政之后的第一周，周交易量环比下降了60%，不少楼盘的价格也出现了较大的松动，市场如过山车般一下从火热跌入速冻。

回顾这段经历，笔者认为，虽然不排除有一些特殊因素，如市场上部分人士认为的上海房管部门有意控制高价房入市反而造成房荒引爆市场抢购，也有分析是年底奖金发放导致的购房力集中释放，但仍然要主要从基本面上去分析，才能为今后防范房地产市场过度震荡提供科学依据。

2. 上海本轮房地产市场高涨的基本面分析

对于本轮上海房价上涨的基本面原因，笔者认为主要有以下几点。

首先，持续的货币增发，造成资产价格空前膨胀，房地产成为吸纳货币增发的最主要资产池。2016年1月全国人民币贷款新增2.5万亿元，创下历史最高纪录，比上月环比增加1.9万亿元，比上年同期增加1万亿元。其中，新增的贷款中有6000亿是贷款给了住户，主要是按揭贷款，也是创下历史新高。2月末全国M2高达142.5万亿元，同比增长13%，相当于2015年全国GDP67.7万亿元的210%，也比美国12万亿美元的M2高出仅1倍，同时还是2010年末中国72.6万亿M2规模的近2倍（1.96倍），2005年末30万亿的4.8倍，基本上与同期一线城市房价上涨幅度差不多。如根据中原二手住宅价格指数，上海现在的二手房均价就是其基期2004年5月的4.61倍，是2010年12月的1.9倍。房价涨幅与M2涨幅的走势一致性系数非常高。房价上涨从这个角度说就是一个货币现象，也正是因为房地产这个资产池大量吸附了超发的货币，才没有造成剧烈的通货膨胀。当前中国城镇住房存量面积约250亿平方米，按照5400元/平方米来估计，市值约为135万亿元，与M2规模正好几乎相等，并正好相当于中国2015年GDP的两倍，全国性面临很大的风险。这种称为“货币超发效应”。

其次，中央政府为加快全国去库存，一再实施房地产市场刺激政策，给购房者盲目信心。给三、四线城市房地产市场加补药，但让上海、深圳这样已经高血压的一线城市受不了了。信贷、首付、利率、公积金、契税等接二连三的政策刺激，以及近期央行行长公开提出要给住房按揭贷款继续加杠杆、房地产市场需要逆周期调整等表态，给购房者造成一种强烈的心理暗示，觉得政府这么爱护房地产市场，房价只会涨不会跌，一旦房价跌政府一定会救房地产市场。这种称为“刚性托底效应”。

第三，股市不振和实体经济萎缩，出现全面的资产荒。在货币持续超发的背景下，大量民间闲置投资资金没有去处，也不能出国，就都转入房地产市场。这种称为“股市与楼市的跷跷板效应”。

第四，外地大量避险资金进入上海房地产市场。二、三线城市房地产市场全面下行，愈发促使外地资金为避险而涌入上海等一线房地产市场，称之为“避险效应”，进而引起“虹吸效应”，即三、四线城市的资金都涌入上海等一线城市，当地购买力严重流失，愈发加大这些城市的房地产去库存难度。

第五，上海未来住房供应紧缩的预期强烈。2015年末上海市“十三五”规划建议全文正式公布，提出“十三五”时期要逐年减少建设用地增量，规划建设用地总量实现负增长，就是到2020年要守住3185平方千米的红线，比原来的规划目标减少41平方千米。未来五年，上海新增建设用地只有约60平方千米。这个严格控制土地的计划，造成购房者形成上海未来新增住宅用地趋零、新建住宅越来越少的预期，由此进一步加强上海房价只会涨不会跌的信念。即“供应紧缩效应”。

第六，二胎政策的放开。2015年底全面放开了二胎政策，很多父母为迎接新生家庭成员有扩大住房面积的改善性需求，中国父母也有为子女成年后协助备置住房的强烈动机，在房价未来越涨越高的预期效应下，这些具有一定刚性的需求都提前释放了。俗称“丈母娘效应”。

第七，中介场外配资的推波助澜。以“链家”为代表的中介公司、P2P、小贷公司等大举为购房者提供从首付款到资金周转的全方面融资信贷，大大降低了购房者通过信贷融资买房的门槛，而且逃过了银行对按揭贷款风险的严格监管，形成了中国版的次贷。目前市面上的首付贷产品既有中介公司提供的如链家的家多宝、世联行的家圆云贷、房天下的首付贷、悟空找房的悟空首付贷、中原地产的中原合e

贷、三六五的安家贷、中国好房的好房贷、同策咨询的合家贷等，专业房地产消费信贷机构提供的如房金所的首付贷，有房地产公司提供的如绿地集团的房e贷，还有互联网金融平台提供的如搜狐集团下的搜易贷，也有传统保险公司提供的如中国平安的新一贷。此外，中国农业银行的农民安家贷可最低首付20%，也是一款打着政策旗号来变相降低首付门槛的金融产品。各类新型金融产品，五花八门，监管者应对不暇，反应严重滞后。但这些场外配资的金融产品都对房价上行起到了强大的杠杆效应。

第八，上海在执行限购限贷政策过程中存在一些漏洞。部分区县房管部门对限购管控不严，对购房时候打擦边球的现象睁一眼闭一眼，银行更加对限贷执行不力，鼓励了购房者作假逃避限购限贷管制。即存在“跑冒滴漏效应”。

第九，房价存在自我放大和自我增强机制。一旦房价出现上涨势头，就会很快产生马太效应和羊群效应，跟风买涨不买跌，并且通过金融加速器效应快速放大，即存在“资产价格自增强效应”。

3. 上海房地产市场风险的系统评估

房地产的稳定首先是价格要稳定。上海租售比长期在50~60倍之上，租金回报率只有2%不到，这轮暴涨之后加大了租金与房价的剪刀差，大部分住宅租售比超过80倍，租金回报率低于1.2%，让楼市的价格基础更加岌岌可危，这些都是房价泡沫化的集中体现。

楼市泡沫化的危险比股市泡沫要大得多，一旦楼市稍微下行，造成的经济与金融损失，都比股灾要大很多。股灾的损失主要在机构投资者，股市市值很大一部分是国有企业大量非流通股，股市市值变动

对普通居民影响不大。但楼市财富都主要在居民手里，并且有很高的杠杆率，银行体系牵连很大。

房地产市场对上海经济举足轻重。2015年上海一手商品房和二手房相加为1.45万亿元（上年合计只有7167亿元，增加1倍多），按照新房3%的综合税率和二手房6%的综合税率大致估算，就直接贡献近700亿元税收，净增加350亿元。此外2015年上海土地出让金1677亿元。而当年上海GDP也才2.5万亿元，财政收入才5920亿元，房地产仅交易环节带来的税收就占到了13%之多。2015年上海房地产开发投资为3469亿元，占到2015年上海全社会固定资产投资6353亿元的54.6%、当年第三产业5390亿元投资的64.4%。在2015年全国房地产开发投资零增长率、多数城市负增长的背景下，上海房地产开发投资能够保持8.2%的增速，对上海在2015年GDP实现6.9%起到举足轻重的作用。

上海经济对房地产市场风险高度敏感。上海目前6.3亿平方米的住宅存量，按平均2.5万元/平方米计算，仅住宅房地产已经有15万亿元的市值，占到中国城镇住宅房地产总市值的1/9，相当于上海2015年2.5万亿GDP的6倍之多，远远超过200%的警戒线。如果加上其他房地产存量，存量总面积为12亿平方米，按平均2万元/平方米计算，房地产市场总市值超过24万亿元，接近上海GDP的10倍。这意味着，只要房地产市场价格调整10%，社会财富的消失就相当于一年的GDP。尤其住宅房地产都在居民手中，住宅房价下调10%，居民财富损失1.5万亿，远远高于居民一年可以获得的收入（上海GDP中仅约40%为居民收入）。资产的损失将通过财富效应等导致居民消费减少，进一步拉低宏观经济。

上海房地产信贷占全部信贷比重很高。2016年1月末上海个人房贷新增金额为346.30亿元，占本外币新增中长期贷款比重31.3%，占本外币新增贷款比重20.8%；房地产贷款新增合计为481.80亿元，占本外币新增中长期贷款比重43.5%，占本外币新增贷款比重28.9%，均显著大

于过去的信贷比例。1月末上海房地产相关贷款余额超过1.4万亿，占金融机构贷款余额比重超过1/4。房价一旦出现波动，将直接危及金融安全。

金融加速器具备自我放大机制，不动产价格与信贷供给既相互正向影响，螺旋加速上升，又可相互负向影响，螺旋加速下降。房地产市场周期是谁也无法逃脱的，而各国对调控房地产市场泡沫尚无成功案例。

房地产市场泡沫产生的共同点，乐观预期→信贷扩张→利率走低→楼价高涨→乐观预期。乐观预期与楼价高涨形成自反馈。

房地产市场崩溃的共同点则是，悲观预期→信贷紧缩→利率走高→楼价下跌→悲观预期。悲观预期与楼价下跌形成自反馈。

这轮房地产市场上涨尤其危险的是大量逃避银行住房贷款按揭监管、以首付贷等形式的场外配资的大举介入。从本质上说，“首付贷”等场外配资融资大多采取的是P2P模式，在房地产市场上行周期对房价上涨起放大作用，但一旦房价停止上涨或下跌，极易产生链条式崩溃，全面陷入兑付危机，加速房价下行。

另外，从总体数据上看，上海居住的供需是总体平衡的。根据上海统计年鉴数据，2015年上海竣工商品住宅1589万平方米，意味着2015年末上海市住宅存量超过6.3亿平方米（不计小产权房和违章改建建筑），按80平方米为一套，折合800多万套，上海常住人口的人均住房面积可达25平方米，虽然还不算特别宽裕，但居住供求总量已经总体平衡。而且从去年的官方统计数字看，上海已经出现常住人口的负增长，外来人口流入开始大幅减少。如果这个趋势继续，包括上海市政府宣布的要在“十三五”末即2020年控制上海人口在2500万人的计划如期实现，那上海未来住房供求情况将更加平衡。近期的房价暴涨，无论从任何一个角度看，都是非正常的、难以持续的。

有不少人迷信大城市房价只涨不跌。但从国外经验上看，东京和纽约也曾经出现房价暴跌，特大城市可以从本国楼灾中幸免于难只是一个传说。就国内来看，本来高居一线城市的广州，房价就已经出现一定的疲软，二线城市中的热点城市杭州曾经在2012~2014年中连续三年房价几乎停滞增长，更别说温州在本轮房地产市场反弹之前曾经一度房价暴跌30%以上。即使是上海，在2014年也出现过二手房持续下行的行情，二手房曾经跌幅超过5%，只不过靠后来的政策刺激才得以复苏反弹。

4. 稳定房地产市场：政府可以做什么

从上海房地产市场近期的表现看，短期内出现这么振幅巨大的上涨以及回落，说明市场中仍然普遍存在很大的非理性因素，市场的自我平衡自我稳定机制仍然十分不足。如果政府不及时进行有效的干预，上海房地产市场很可能重蹈去年股市从疯牛到股灾过山车般的覆辙，以疯狂上涨开始，以惨烈暴跌而悲剧收场。即使2016年3月25日上海市出手加强限购限贷等手段来抑制市场投机炒作，房地产市场开始初步出现降温，但房价已经炒到了高位，回落风险仍然很大，这个背景下希冀让房地产市场顺利软着陆的难度十分大。

然而，从本章的分析来看，上海房地产市场短期的失衡，根子是在长期基本面上，政府自身的政策难辞其咎。当前上海房地产市场的调控仍然是需求侧为视角，即使短期有效，也难以长期持续。而要从根本上实现房地产市场的稳定，主要需要从供给侧入手。具体包括以下四点。

第一，政府要及时向社会公布新增土地供应计划。城市土地供应潜力是多方面的，包括加快工业园区用地的退二进三，加强市区用地资源整合，提高用地效率，包括在部分地段提高住宅建设的容积率。

政府对规划中提出的土地利用计划要保持一定的灵活性，根据经济和房地产市场形势有所调整和变通，并及时公布。仿效深圳，上海也可考虑和加快施行通过围海造田增加建设用地的可能性研究。

第二，优化房地产市场结构，加快房地产发展模式转型。鼓励房地产企业提供长期稳定的优质房屋租赁，化解刚需的购房恐慌，丰富住房市场供应品种。加快商业地产和住宅地产的REITs（房地产信托投资基金）建设，化解房地产投资给金融体系带来的系统性金融风险的同时，也给个人投资者提供优质资产，破解资产荒，获得资产投资的更多出路，改炒房为投资于中长期的房地产股票、房地产证券产品。

第三，调整住房保障形式，从实物保障走向货币保障。从国际住房保障事业的经验教训和国内住房保障的最新发展形势来看，以建设保障房来提供住房保障，具有诸多弊端，尤其在上海这样土地高度紧缺的城市，多提供一套保障房即意味着少一套商品房的供给。即使保障房分配能够做到非常公正和公平，也是以增加中产阶级买房困难为代价。上海近年来新建一手住宅中超过一半多是保障房，比例显然过高了，加速了市场房价上行。从国务院最新政府工作报告、住建部对住房保障和棚改的精神来看，都是提倡住房保障与棚改工程要加快全面货币化。上海应该尽快调整住房保障，原则上不再新建保障房，转以货币化形式精准提供住房保障，可以做到兼顾住房市场稳定与住房保障的良性发展。

第四，政府要吸取教训，加强对市场的分析判断，及时应对，加大信息公开和信息透明，配合以权威访谈缓和市场情绪。各国各个历史时期房地产市场泡沫的产生有一个共同点：盲目乐观的预期。乐观预期与楼价高涨之间形成自反馈，并不断推进这一过程，刺激房价泡沫化。政府通过加大市场信息的透明公开，使投资者能正确认识当前形势，做出理性的住房消费和投资决策，促进房地产市场朝着稳定和

健康的方向发展。通过权威访谈可以缓和市场投资者的情绪，并通过影响投资者的预期来稳定未来房地产市场。

第17章
我国住房抵押贷款违约执行及城市公共政策

石心蕊[注]

过去20年大量住宅被建于非住宅用地上，酒店、办公楼、商场也遍及高科技产业园或旧工业园区中。当这一类不符合用地规划的建筑被执行拍卖时，就会产生产权能否流转、能否合法登记的问题。

自2013年起，我国房地产市场开始出现明显的地区分化。一方面，一、二线城市房价直线飙升，不断刷新历史纪录。其中既有新增商品房供给不足的因素，也有如投资和投机行为以及宽松的信贷政策的刺激。与此同时，三、四线城市，包括一些欠发达地区的省会中心城市，则面对去库存的严峻形势，有的城市甚至出现了长期的“空城”、“鬼城”现象。

我国是否会爆发类似美国次贷危机的大范围住房抵押贷款违约暂且不论。但是，主要城市的房价已经远超出大多数城市居民的收入水平，购房人几乎都须依靠贷款（甚至首付贷、过桥贷款等高杠杆的融资方式）的现象非常普遍。此外，不少“影子银行”借贷的最终担保物也是房产。随着我国一些城市房地产市场风险的逐步酝酿和升级，可以预见，住房抵押贷款的违约和执行案件的数量也会增多。实际

上，国内外出现过房地产危机的城市，如我国的温州，美国的底特律、克利夫兰等，都已经历过短期内大面积抵押贷款违约的压力。

成功化解贷款违约引发的房地产市场风险和金融风险，要求住房抵押贷款执行程序（即法律上的“抵押权的实现”）必须能够在短期内高效、快速地处置和变现大量不良房产。合理有效的执行制度一是为了保障债权人的权利尽快得到清偿，缩小损失；二是为了保证不良房产能尽快重新进入市场交易，而不是被荒废闲置，徒增债权人的持有成本和社会的管理费用。因此，研究我国住房抵押贷款执行制度，对房地产和金融风险防控以及地方政府如何管理和盘活不良房产等问题具有重要意义。本章考察我国抵押权实现的程序及其弊端，分析程序背后的制度性障碍，并提出政策建议。

1. 抵押权实现的基本程序

我国法律规定的“抵押”是指抵押人和债权人以书面形式订立约定将财产作为债务的担保，且不转移抵押房产的占有。当债务人不履行债务时，债权人有权依法将财产折价或者以拍卖、变卖抵押物的价款优先受偿。抵押权实现的方式有协商变卖和司法拍卖两种。本章讨论的主要是司法拍卖程序。

2012年的《民事诉讼法》修正案明确地将实现担保物权程序为一个单独的非诉程序。换言之，如果对于抵押权本身不存在实体争议，仅对实现抵押权的方式未达成一致意见，抵押权人便可以直接请求法院启动执行程序，而无须对整个债务纠纷提起诉讼。只要抵押权人的申请符合法律规定，法院可裁定拍卖抵押房产。此外，不少地方法院已经采用网络司法拍卖，通过淘宝司法拍卖平台接受线上竞价。

一旦房产被成功拍卖，拍卖所得按照抵押权优先顺位的法律原则进行分配。抵押权的顺位由权利登记的时间顺序确立。未登记的抵押权视为普通债权，只有当所有抵押债权先获得满足后才能按照比例受偿。如果拍卖所得不能满足所有债权，抵押权人仍然可以向债务人追偿剩余欠款。当拍卖成交，房款付清后，法院会出具给买受人司法文书；买受人凭此即可在房产所在地的房管部门处申请产权登记。

我国抵押权实现程序与美国的法拍（foreclosure）程序相比不无共性。然而，尽管我国法律规定得简明直白，在实际操作中，抵押权的实现不是简单的流水线作业，往往涉及多个当事人和多重法律关系。其中，任意利益相关方对执行过程所提出的实质性异议均可以轻易地中断甚至中止执行程序。此外，各地法规和司法实践中的差异亦给抵押权人实现权利增加额外的不确定性和风险。

2. 抵押权实现中的常见问题

虽然我国立法不断对抵押权实现的程序进行补充和完善，在实践中，抵押权的实现及司法拍卖中存在一系列问题，影响执行和拍卖的效率和公平。这些问题主要有：执行时间漫长、执行费用不透明、拍卖专业人员的腐败和缺乏职业道德、抵押房产变价价格低、执行程序结束和成功拍卖后不能交付完整可转让的产权等。

时间长

抵押权的实现过程历时漫长。虽然民诉法规定实现担保物权的案件须在30天内审结，在实践中，一个简易、顺利、快速的程序和司法拍卖需要1~1.5年的时间才能结束。温州法院最快能于3个月内结案。在司法环境较差、缺乏该类案件处理经验的城市，如哈尔滨，平均需要2.5~3年才能出清不良房产。当抵押权实现案件中涉及多个当事人和

不同利益时（例如被执行的房产是被执行人的唯一住房，或存在长期租赁及转租、分租的情况时），多方利益的博弈使执行程序更为错综复杂，会进一步延长执行时间，增加债权人的成本。

执行费用不透明

执行和拍卖中隐含的交易费用会损害司法程序的效率和公平。隐含费用指的是在司法执行和拍卖中发生的买受人未能合理知悉的费用。普通竞买人在竞拍前往往没有足够的渠道了解房产上牵涉的未处理的债务和责任。

首先，司法拍卖发生的税费由谁来承担并无明确规定，实践中很多地方实行一切税费均由买受人承担。由于竞拍前预先公开的拍卖价格或保留价格并不包含交易发生的税款和相关费用，买受人只有在竞拍成功、完成交易后才会计算拍卖发生的税费。司法拍卖后有效税费可能达到房产总价的10%；涉及商业地产则可能更高。很多买受人在拍得房产后因发现税费超出预期而悔拍。为了避免这类纠纷，一些城市开始要求法院或拍卖机构提前告知买受人可能承担的税费责任。例如，温州市中院与温州市地税局率先出台规范性文件[注]，明确了拍卖买受人仅需承担契税和印花税。

即使买受人能通过咨询税务专家和律师了解司法拍卖可能产生的税费责任，被执行的房产上可能还存在法院和拍卖机构也不知道的费用和责任，例如与房产或原房屋所有人的债务纠纷和罚款等。由于我国的产权证显示的信息简略，加之房管部门等行政部门缺乏沟通，缺乏对房产上的罚款和费用的统一整合和公开，买受人无法便捷地查询了解拍卖房产的多方面信息。此外，由于一些与房产相关的费用和欠款实际上是针对原房产所有人的债权请求，即一种“对人的权利”（in personam），而非和房产直接联系的“物权”（in rem），因而这类与房产直接有关的权利请求和费用并不会在产权登记信息上有所

体现。在实践中，竞拍成功的买受人常常为了完成产权登记而被迫埋单，这显然是有失公平的。

拍卖专业人士的腐败和职业道德缺失

拍卖和评估机构及其从业人士在司法拍卖中的利益冲突和腐败也是执行程序中一大痼疾。我国法律要求拍卖和评估机构必须从法院的认证机构名录中选择。这一制度设计初衷是通过筛选符合资质的机构，保证拍卖过程的客观透明，不受外界因素影响。然而，实践中，认证不能杜绝无资质的机构依靠贿赂入围的可能性。此外，认证制度所造成的客观垄断不利于拍卖行业竞争，反而降低了效率和服务质量。

一旦拍卖人员被确定，法院即委托拍卖机构负责全权组织拍卖，不会对拍卖过程进行主动监管。对于当事人和竞买人而言，司法拍卖给人以法院保证拍卖公平，并对拍卖专业人员行为进行监督的印象。他们依赖法官的信誉和权威，信任拍卖和评估机构提供的信息和专业意见。尽管法律规定拍卖和评估机构受法院委托，目的是为公众服务，但是拍卖专业机构并不是利益中立的，而是以盈利为目的、提供拍卖相关有偿服务的企业。事实上，拍卖机构故意评高房价以收取高额服务费的行为屡见不鲜，但是当事人的救济方式则非常有限，仅能重新选择机构或要求重新拍卖。即使当事人向拍卖和评估机构提起诉讼，也很难证明机构的责任和损失之间的因果关系。此外，几乎所有的拍卖和评估合同中对专业机构仅要求最低标准的尽职义务。机构专业人士对房产相关的事实信息也不作陈述和担保。拍卖评估机构的趋利动机、法律义务和责任的缺位，以及法院监管的不作为，不仅阻碍拍卖的效率和公平，也为法院的权威蒙上阴影。

拍卖价格低

虽然对拍卖价格的比较还需要更全面的数据统计，但不少地方法院的数据表明司法拍卖的房产成交价格普遍低于其公平市场价格。低成交价可能归咎于一系列不同的原因。首先，拍卖的公告和广告不足以吸引足够的买家参与拍卖。传统上拍卖公告一般仅仅刊登于《人民法院报》，宣传覆盖面窄。很多司法拍卖甚至会出现无人竞拍的情况。网上司法拍卖的出现在一定程度上解决了拍卖的宣传问题。但是网上司法拍卖刚开展了两年，而且只在一部分经济发达的省市推行，公众对网络司法拍卖仍然需要普及和信任建立的时间，因此参与网上拍卖的普通购买者仍然较少。

较高的拍卖保留价格也是促成司法拍卖房产流拍，并最终导致房产低价变卖的原因。我国法律规定，房产第一次拍卖时的保留价不得低于其评估价或市场价的80%。如果出现流拍，再行拍卖时，可以酌情降低保留价，但每次降低的数额不得超过前次保留价的20%。最高人民法院《关于人民法院民事执行中拍卖、变卖财产的规定》不动产和其他财产权可以进行三次拍卖。在现有制度下，作为理性人的申请方和竞买人无论对拍卖财产有多么青睐，也会充分利用规则，至少等待保留价首次降价时才肯出手，造成拍卖价格低，甚至所谓“贱卖”。

此外，要求买房人在拍卖前支付拍卖价5%的现金定金以及在成交时付清房价的规定，把很多资信状况良好、符合贷款条件的买房人拒之门外。一些城市如温州开始为成功拍得房产的买受人提供贷款。但是，目前这一政策远没有普遍推广，仅仅在有限的几个市得到推行。

最后，拍卖房产的信息不完整和不透明也让普通购房者望而却步。和买房人从房屋中介获得的信息相比，司法拍卖广告往往缺乏拍卖房产的具体信息。再加之司法拍卖往往和清算、“贱卖”挂钩，担忧和偏见也让购房者犹豫不决。

拍卖不保证交付完整可转让的产权

抵押权的实现程序最大的问题是执行和拍卖后不保证能交付可转让、可登记的产权。依照我国法律规定，抵押执行和司法拍卖后，被执行的房产上的所有顺位抵押权和查封会消灭或解除。但是，执行和拍卖程序不能消除房产所固有的产权瑕疵，比如房产的土地使用权瑕疵、房产上存在非法建筑等。产权瑕疵不会因为房产所有权的变更而消除或修正，因此常常会出现买受人在竞得房产、履行购房合同后，却不能对房屋进行登记过户的情况。

产权瑕疵主要有以下三种类型。

（1）土地使用权的瑕疵。

土地所有权的瑕疵和我国长期以来双轨制的土地制度密切相关。土地使用权上的瑕疵场常出现于两种情形。

第一种情形是买受人购买了划拨土地上的房屋。一般而言，地方政府会允许买受人纠正瑕疵，补交土地出让金后将划拨土地改变为出让土地。由于城市政府是国有土地的实际支配者，买受人是否有修正瑕疵的权利取决于地方政府的同意。尽管大多数情况下，政府愿意接受土地出让金，但也存在当地政府出于未来用地规划等原因不愿让出土地的案例。此外，买受人承受的最大风险在于政府可以随时收回划拨土地，且不需要给买受人以补偿。买受人除了向交易中的过错方要求损失赔偿外，无法获得其他有效的救济。

第二种情形是买受人购得的房产不符合土地利用总体规划的规定。例如，买受人可能购买了建设在工业用地上的住宅。在我国，依法取得的土地必须按照规划用途开发建设，土地用途未经规划和国土部门批准，不得擅自改变，例如不能在工业用地上建设住宅或办公楼。然而，在过去20年全国的房地产市场飞速发展的大背景下，大量住宅被建于非住宅用地上，酒店、办公楼、商场也遍及高科技产业园或旧工业园区中。当这一类不符合用地规划的建筑被执行拍卖时，就

会涉及产权能否流转、能否合法登记的问题。政府在这种情况下无权收回土地，但有权责令房产所有人（拍卖后即为买受人）整改或补交土地用途改变的费用。否则，政府会对当事人进行行政处罚，如罚款或要强制性拆除非法建筑和构筑物。

原房屋所有人的罚款和欠费问题。如果房产的建造和使用违反地方规定（非法建筑或违建），政府有权对房屋所有人责令整改和罚款。在美国，违反住房与建设规定的违法后果与之类似。和美国不同，我国法律不允许政府在违法者长期拖欠罚款的情况下在违法者的房产上设立担保物权。由于我国的罚款在实质上是对违法者的债权，因此当违法者的房产拍卖后，政府的债权不会自然消失。

政府罚款的对人（in personam）属性意味着政府只能够向被罚款的人追究责任，而不能通过直接执行违法者的财产而受偿。在很多抵押权实现的案例中，被告（房产所有人、抵押人）可能不出席庭审。地方政府只有在银行的抵押权得到清偿后还有剩余收益时，才能参与分配。由于政府不能直接参与对房产执行的司法程序，如果债务人下落不明或无力支付罚款或欠费，政府的债权实际上变成一纸空文。实践中，地方政府会动用行政权力阻止产权登记，直到房产上的欠费和罚款均已缴清。买受人为了尽快将房产登记过户，常常不得不代原房屋所有人支付其对政府的债务。

在建工程项目的执行问题。在建工程项目上的抵押权的实现往往牵涉未解决的法律纠纷、债务和欠费。即使在建工程项目的所有权是完整可流转的，通常情况下，买受人对在建工程项目的建造、运营，甚至拆除均需要取得政府多个部门的许可和批准。政府批准降低了在建工程的流转能力，导致这一类房产的竞拍人非常有限。竞拍人几乎都是已经预先和政府达成交易的房地产企业，司法拍卖程序只是形式。此外，竞拍人的出价常常远远低于拍卖房产的正常市场价格，损害低顺位抵押权人和普通债权人的权利。

3. 抵押权实现背后的制度缺位

抵押权实现程序中的诸多问题暴露的实际上是制度和法律造成的权利模糊和权利主体的缺位。权利模糊主要体现在顺位抵押和其他非正式担保关系。权利主体的缺位则体现于地方政府的债权人地位上。

顺位抵押权的模糊地位

各地法规和司法实践差异的一个例子是围绕顺位抵押（第二抵押或“二押”）的法律争议。尽管物权法允许在已设立抵押权的房产的余值上设立第二抵押，在实践中，顺位抵押并未在全国普遍放开。地方的产权登记规定能有效地阻止顺位抵押权的设立。由于抵押权的设立以登记为要件，在不允许顺位抵押登记的地方，顺位抵押实际上就是被禁止的。这一规定的法律基础是我国担保法的要求，即抵押房产的价值不得低于其担保的债权。地方政府为了避免出现房产价格评估的欺诈和贷款审查中的违规行为，干脆一刀切地不予登记顺位抵押权。大多数城市严格限制顺位抵押（特别是商品房的第二抵押），仅有少数城市明确允许顺位抵押登记，包括温州、宁波、上海、广州和北京。

即使是允许顺位抵押登记的地方，顺位抵押权人在权利的登记和实现时经常遇到困难，造成权利得不到法律实质性的保护。

首先，第一顺位抵押权人不配合顺位抵押的登记。第一顺位抵押权人大多为商业银行。在借款人与银行之间的债务关系未履行完毕之前，银行几乎都要求借款人提交产权证原件，因此第二抵押人和借款人须经过银行同意才能取得产权证进行登记。为了确保不因银行押证导致顺位抵押登记无法办理，一些城市如温州出台了具体规定要求银行配合登记[注]。然而，银行依旧可以通过合同约定禁止对房产余值设定抵押的顺位抵押。比如主借款合同的预设条款里一般要求借款人在

转让房产权利时取得银行的同意，否则视为借款人违约，需要承担违约责任。

顺位抵押权在其抵押权的实现中也会遇到障碍。法律和司法实践就顺位抵押权人是否能单独直接申请执行程序，还是要率先取得第一顺位抵押权人的同意争执不下，不能统一。此外，顺位抵押权人在执行程序中会受到更严格的审查。大多数情况下，经济充裕顺位抵押权人会先代为清偿银行贷款，成为第一顺位抵押权人后再申请执行房产。考虑到一系列的制度障碍和风险，小额贷款公司和担保公司等小型非金融机构一般都避免提供顺位抵押贷款，采取各种变通的方式，形为买卖，实为抵押。

顺位抵押权法律地位的模糊以及在设立、流转、实现过程中的重重障碍，不利于我国的房地产金融市场和制度的稳健运行。

第一，和立法者的意愿相悖，法律对顺位抵押权的模糊立场不会减少这类交易的发生，而只会造成其绕开规制以其他类似的形式出现。我国法律的滞后性在于没有充分承认房地产的金融属性。只要市场有融资的需求，就会不断地有基于房产担保价值余额的各类担保关系和融资服务。法律的模糊只会让监管外和表外的类似融资业务屡禁不止。

第二，以房地产或其他不动产权利为抵押的非正式的融资和贷款业务使抵押房产的权属变得复杂，增加所有权的不确定性；增加抵押权的实现过程中的潜在争议，直接导致执行效率的低下和执行过程的漫长。

第三，大量的非正式的融资和贷款业务会增加银行和金融行业的监管成本和难度，容易引发系统性风险。表外金融普遍存在较高的杠杆，而住房贷款是其最终的赌注。当房地产市场出现下滑，经济放

缓，房产所有人和企业面对的是缩小的资金流和攀升的欠款，可能会引爆房贷违约的浪潮，触发其他经济领域的风险。

地方政府作为权利主体的缺位

抵押权的实现制度中另一制度缺位在于没有充分认可地方政府作为债权人的权利主体地位。我国现有法律主要将政府作为行政主体来考虑，即地方政府作为土地和城市的管理者，监督房地产市场良好运行，同时保障房产符合土地使用规定和城市发展规划，必要时行使行政管理权，对违法者和违法行为进行纠正或处罚。

其实，政府在对违法者罚款的同时，本质上也同时成为违法者的债权人。在美国，每一个州的立法均允许政府设立能够直接变现违法者财产的权力（一般被翻译成“税收留置权”，其实这种翻译并不准确）。越来越多的州已立法将欠缴的房产税款和消除滋扰和公害费用自动成为可处置违法人财产的担保物权。这些法律赋予政府直接对物诉讼的权利，使政府可以通过法律程序获得空置、废弃、欠税和对周边社区造成滋扰的房地产，以对其进行管理、修葺和维护。

我国地方政府的债权人身份并未得到法律的明确承认。由于罚金和费用的效力不能直接处置违法者的财产，地方政府实际上是财产所有人（当出现抵押权实现的情况时，被执行的抵押人）的无担保债权人。无担保债权人的地位虽然给予地方政府向法院申请执行债务人财产的诉权，但是地方政府无法获得和抵押权人相同的权利和法律地位，即无法参与执行程序。当债务人财产被变卖，债务人可能已无其他可被执行的财产或者已经破产，政府实际上无法再向债务人追偿。

这也是政府为何不积极协助拍卖购得问题房产的买家过户的原因。政府的债权也需要有人买单。由于司法拍卖后财产上的一切法院查封都会消灭，地方政府对所有权已经转移的财产不能进行控制或限制。如此，除非房产上所有罚款被缴清，行政机关以房产过户为“要

挟”，也就不足为怪了。对于政府而言这种方式方便有效。大多数买家为了不丧失已购房屋的产权会答应政府的要求。然而，要求拍卖买受人支付原财产所有人的债务是无法律依据的，也违反公平原则。由于一般的买受人本身在拍卖时就处于信息获取不利的地位，且往往完全依赖于拍卖人员的陈述，很难说买受人是自愿承担房产上的瑕疵和债务。

通过在法律上承认政府在征收税费过程中的债权人地位，并将政府对税费义务人的债的请求权转化为对执行义务人名下财产的担保物权。负有缴税、缴费义务的义务人，如果久欠不还，就自动成为政府的债务人。同时政府可依据债的价值对其权利进行登记，随之产生担保物权，直至欠款清偿为止。这样，地方政府就能以抵押权人的身份参与司法程序。假设这一担保物权拥有最优先级别，政府可以先于所有其他债权人获得受偿。债权人和买受人的利益也能通过拍卖房产的快速交易实现。

此外，承认地方政府的抵押权人地位使政府不需要动用广泛的行政权力，而能以多种合法、灵活的途径参与问题房产的收购和管理。政府可以通过参与司法执行程序回购存在欠费、欠税的不良资产。这一制度的补充将司法执行程序和行政管理衔接起来，使政府能有规范的程序和渠道，通过执行不良资产实现其债权，或将不良资产进行统一储备、管理，为城市未来规划和公共利益服务。

地方政府的抵押权人地位对未来房产税的征收也有重要意义。我国法律还未对个人居民所拥有的房地产征收房产税，但是个人房产税法已经被纳入立法议程，目的是为了解决地方政府稳定可持续的税源。完善健全的抵押权实现制度是保障房产税有效征收和税权实现的前提。在个人房产税法尚未出台之时，立法者和各方学者应未雨绸缪，为房产税的执行和实现作制度设计和准备。

4. 结论与政策建议

我国目前的住房抵押贷款执行制度存在弊端且效率低下。地方政府权利主体缺位。法律对政府土地和房管部门的职权定义不清。抵押贷款违约和涉诉房产执行的司法拍卖程序与地方政府管理问题房产、去库存的行政管理之间缺乏制度上的衔接和匹配。地方政府没有合法规范的程序和渠道参与涉诉房产的处置和管理。这不仅造成执行程序的混乱和低效，还容易产生行政权力的寻租和滥用。在不少城市已经面临巨大的去库存压力，以及执行案件激增、不良房产积压的严峻形势下，地方政府更应积极寻求解决方案。本章对此提出以下政策建议。

第一，提高住房抵押贷款违约执行程序的效率。这包括对现行法律的修改，以简化、加快抵押贷款违约执行程序，加快房产交易和过户。节省时间本身就是节省交易费用。抵押执行程序越快捷，违约涉诉房产就能尽快回到市场交易，而不是在法院卷宗和债权人手中无法流通，甚至贬值、跌价。

第二，解决顺位抵押和顺位抵押权人的法律上的不确定性应是改革的重点。法律应将现有的非正式抵押和借贷行为正式化，并尽快纳入监管范围。法律对这些非正式物权的排斥并不能杜绝这类市场行为的发生，而仅仅带来司法判决的不一致；判决的不一致又会进一步导致执行程序复杂化，并带来更高的交易费用，更低的执行效率。

第三，法律应授权允许政府罚款在违法人拒不缴纳后变成以违法人财产作为抵押品的担保物权。这会激励地方政府参与涉诉、罚款费用的抵押贷款司法执行程序，配合涉诉房产的交易。这一制度给予地方政府直接触及房产的权利和法律地位，防止政府滥用其权利阻碍房屋登记，事实上阻碍房产流转。这一制度也会为地方政府日后征收房产税、执行欠税房产提供基础和依据。

参考文献■

[1] Alexander, Frank S. 2015. Land Banks and Land Banking. 2 ed. Flint, MI: Center for Community Progress.

[2] Alexander, Frank S. 2005. “Land Bank Strategies for Renewing Urban Land.” Journal of Affordable Housing and Community Development Law 14: 140-169.

[3] Alexander, Frank S., and Leslie A. Powell. 2011. “Neighborhood Stabilization Strategies for Vacant and Abandoned Properties.” Zoning and Planning Law Report 34(8): 1-12.

[4] Cao, G., F. F Yuan, and Ran Tao. 2007. “Land Finance, Industrial Structure Evolution and Tax Revenue Growth in China — An analytical perspective.” Chinese Industrial Economy 12: 13-21.

[5] Chivakul, Mali, W. Raphael Lam, et.al., 2015. Understanding Residential Real Estate in China. IMF Working Paper.

[6] Clarke, Donald C. 2014. “China's Stealth Urban Land Revolution.” American Journal of Comparative Law 62 (2): 323-336.

[7] Clarke, Donald C. 2003. “Puzzling Observations in Chinese Law: When is a Riddle Just a Mistake?” in Understanding China's Legal System, ed. C. Stephen Hsu, 93-121. New York, NY: New York University Press.

[8] Eliot, Douglas and Kroeber, Arthur and Qiao,Yu, 2015. Shadow Banking in China: A Primer. Brookings Institute.

[9] Fang, Hanming, Gu Quanlin, Wei Xiong, and Li-An Zhou, 2015. Demystifying the Chinese Housing Boom. NBER Macro Annual (30).

[10] Huang, Ding-xi. 2012. Land Banking Mechanism and Its Effects on City Development in China. Post-Doctorate Thesis, The University of Hong Kong (Pokfulam, Hong Kong).

[11] Lu, Xin-hai, Deng, Zhong-ming. 2004. An Assessment of Municipal Land Reserve System. Journal of City Planning.

[12] Man, Joyce Yanyun, and Yang He. 2012. “The Debt Magnitude and Insolvency Risk of Local Financing Platforms in China.” Working paper. Cambridge, MA： Lincoln Institute of Land Policy.

[13] Moody’s: Shadow banking slowdown reduces financial risks, but changing composition of credit flows poses new challenges.” Moody’s, 29 Apr. 2015. Web. 24 Aug. 2015.

[14] Randolph, Patrick A. Jr., and Jianbo Lou. 2002. Chinese Real Estate Law. Rijnland, Leiden: Kluwer Law International.

[15] Ren, Rongrong. 2013. “Housing Affordability in China’s Cities: An Assessment.” Working paper. Beijing: Peking University-Lincoln Institute of Land Policy, Center for Urban Development and Land Policy.

[16] Stein, Gregory M. 2012. Modern Chinese Real Estate Law: Property Development in an Evolving Legal System. Burlington, VT: Ashgate Publishing Company.

[17] Su, Fubing, Ran Tao, and Dali L. Yang. 2013. “Rethinking the Institutional Foundations of China’s Hyper Growth：Official Incentives, Institutional Constraints, and Local Developmentalism.” Draft Chapter in The Oxford Handbook on Politics of Development, eds. Carol Lancaster and Nicholas van de Walle. New York, NY：Oxford University Press.

[18] Tao, Ran. 2012. The Issue of Land in China’s Transition and Urbanization. Working Paper. Lincoln Institute of Land Policy.

[19] Wallace, Walker, Guo, Bingna, Shi, Sylvia, 2014. Enforcement on Defaulted Loans and Mortgage on Real Property under Chinese Law. O’Melveny & Myers LLP.

[20] Whitman, Dale. A. 2001. “Chinese Mortgage Law：An American Perspective.” Columbia Journal of Asian Law 15：35-79.

[21] World Bank. 2014. “China’s Urbanization and Land：A Framework for Reform.” In Urban China：Toward Efficient, Inclusive, and Sustainable Urbanization. 263-339.Washington DC：The World Bank and Development Research Center of the State Council, The People’s Republic of China.

[22] Wong, C. 2013. “Paying for Urbanization in China：Challenges of Municipal Finance in the Twenty-First Century.” In Financing Metropolitan Governments in Developing Countries, eds. Bahl, W. Roy, Johannes F. Linn, and Deborah L. Wetzel. Cambridge, MA：Lincoln Institute of Land Policy.

[23] Zhang, Yubin, Kong, Fengjuan, Han, Fengtao. 2013. Macro-Economic Policy of Housing Market in Harbin, Part II. A Study of

Harbin's Housing Market, Working Paper. Harbin Research Institute of Economics.

[24] Zhao, Cheng-sheng, Huang, Xian-jin, Chen, Zhi-gang, 2011. Relevant Theoretical Research on Municipal Land Reservation Planning, Modern Urban Research 4-11.

[25] Zheng, Siqi, Joyce Yanyun Man, and Rongrong Ren. 2013. "The State of Housing Markets in China：Trends, Patterns, and Affordability." Working paper. Beijing：Peking University-Lincoln Institute, Center for Urban Development and Land Policy.

[26] Feng, L. and Li, H. 2012. Spatial Pattern Analysis of Urban Sprawl：Case Study of Jiangning, Nanjing, China. Journal of Urban Planning and Development (9), 263-269.

---

1. 本章作者获得了美国林肯土地政策研究所、北京大学—林肯土地政策和城市发展研究中心，2014~2015年中国项目研究基金的资助。原工作论文题为“Mortgage Enforcement and Public Regulatory Policies in Selected Chinese Cities”。
2. 温中法〔2015〕3号温州市中级人民法院、温州市地方税务局《关于破产程序和执行程序中有关税费问题的会议纪要》，2014年12月25日生效。
3. 温州市人民政府办公室《关于规范房地产顺位抵押工作的若干意见》，温政办［2013］81号。（“金融机构（商业银行）应当支持抵押人利用抵押物剩余价值进行顺位抵押，不得故意留存抵押人的房地产权证书。”）

附录
专家激辩：房价飞涨，到底是不是泡沫？

注

黄益平

1. 泡沫论的证据

2003~2013年，中国一线城市真实房价的年均增长率是13%，10年时间大约涨了4倍。2013~2016年，又翻了一番。这意味着在13年的时间内，中国一线城市真实房价的涨幅大约为8倍。这个涨幅远远高过最近一次美国房地产泡沫形成期的涨幅，也跟日本房地产泡沫形成期的涨幅相当。不过，房价涨幅巨大既可能是因为起点低，也可能是因为终点高，并非只有后者一种可能。

为了证明房地产泡沫，还需要其他的证据。一种办法是计算房地产的内在价值或均衡价格。如果现在的价格比它高，那就是有泡沫，否则就是没有泡沫。这种方法容易理解，但内在价值或均衡价格很难计算。根据房地产定价模型，不管收入分配是否平均，如果房价涨幅比收入涨幅高，那就是很明显的泡沫特征。不论是在美国，还是在日本，房地产泡沫期都对应着房价相对收入的严重偏离以及最后必然的回归。如果用这个模型来看中国各大城市的情况，可以发现一线城市房价涨幅远高于收入涨幅，二线城市房价近一两年增长较快，三线城市收入跟房价基本上同等幅度变化。结论就是中国一线城市房地产有

很大的泡沫，二线城市的房地产泡沫在最近一两年刚刚兴起，三线城市和小县城没有房地产泡沫。

另一种办法是观察参与者的行为。泡沫都体现为资产价格的快速上涨和之后的大幅下跌。价格上涨是因为投机者不断买入、相信价格还会上涨，这点非常重要。中国的独特之处在于，社会大众对于房价上涨的预期更强烈，这种信心和预期来自于政府的担保。

政府的担保体现为不同的形式。第一种是理念的担保，比如我们相信发展是硬道理，要让一部分人先富起来。第二种是流动性的担保。过去15年货币高速增长，为房价高速增长提供了资金上的担保。第三种是对某一种资产和投资选择的担保。2014年超日太阳能宣布债券违约之后，反而有大量投资者加紧买入债券，因为他们相信这些债券最终会得到兑付。在他们看来，反正政府会兜底，为什么不赌大一点？这归根到底是道德风险。前几年出现房价调整的时候，购房者维权，打砸售楼处。这说明房地产在老百姓心目中不是风险资产，而是无风险资产。这个预期一旦形成就会导致泡沫。

泡沫的形成一方面需要非常宽松的流动性。所有通货膨胀都是货币现象，所有的泡沫也都是货币现象。另一方面，任何泡沫都有一个“新”：新技术、新产品、新地区、新模式等。后者属于非常好的基本面，但和非常宽松的流动性纠缠在一起之后，估值就从合理水平上升到极高的、不可持续的水平，从一个真实的故事变成一个谎言，从一个谎言变成一个神话。

即便认为房价存在泡沫，也不意味着房价马上会跌。短期内，不排除房价继续上涨的可能，因为存在预期自我实现的机制：越买越涨，越涨越买。什么是压垮骆驼的最后一根稻草？可能就是财政政策的变化。所有的信用都来自财政部门的推动。原来政府向私有部门提供财政支撑、推动经济发展，一旦这个机制反过来，政府不但不能推

动私有部门的增长，私有部门的衰退还会导致政府部门的信用衰减，陷入恶性循环。

2. 反泡沫论的理由

从房租的角度看，中国一线城市的房价并不高，没有泡沫。从1900~2012年，全球主要发达国家的房租实际增速大概每年在1%以上。中国大城市的房租增速远超上述水平。从2010年到2016年9月，上海的房租翻了一番，其他一线城市的情况与此类似。未来5~10年，考虑到城市化的推进和大城市吸附人口的能力，5%左右的房租增速是比较保险的。目前房租与房价之比虽然较低，被很多人拿来作为房价泡沫的证据，但随着房租的上涨，房租与房价之比将会上升，明显高于国债的收益率。房价对于利率是非常敏感的。在有数据以来，每次房价上涨都是利率下降先行，这次也不例外。这次不仅是中国的利率在下降，全世界的利率都在下降。根据经济学理论，如果利率下降，有现金流保证的资产的估值会上升。未来的利率是什么样的情况？未来20年里面看不到短期真实利率上升的可能。如果未来30年、50年的短期真实利率是零，那现在的房价一点也不高。房产税是能够影响房价的非常重要的变量。利率越低的时候，房产税对房价的影响越大。如果征收房产税，房价可能要下降1/3。不过在目前的环境下，房产税要全面铺开非常困难。经常有人说“过犹不及”，实际上“不及犹过”也成立。中国过去30多年里面，大部分时间一直处于“不及”的状态。很多人用了很多历史经验，说这里“过”了，那里“过”了，回头一看大部分还是“不及”。房地产应该是比较典型的例子。中国城市化水平还需要继续提高，人口往大城市聚集的过程还远远没有完成。GDP和人均收入的负增长在短时间内也看不到。未来房价有可能继续上涨。一线城市和二线的部分城市率先完成了去存货，导致房价涨得很快，但在房价上涨过程中开发商并没有明显增加存货，房地产供应仅

仅是追上了销售增速，并没有像2010年那样大幅度超越销售增速。在此情况下，随着政府推出房地产调控措施，开发商增加投资和供应的积极性又受到影响。三、四线城市的存货去化目前进展也比较快，但彻底完成还需要一定时间。未来随着存货去化的全面结束，房价上涨可能会在更大范围内蔓延。

3. 人口流动与财政收入结构导致地区分化

2013年以前，全国各个城市的房价一起涨，但在2013年开始只有一线城市房价涨，二线城市稍微涨，三线城市基本不涨，出现了明显的分化。对于城市间的房价变化，解释力最强的变量之一是每个城市吸附流动人口的能力。数据分析表明，城市间的房价变化很理性，能够得到合理的解释。在房价急速增长的地区，小学入学人数的增速比全国平均水平高得多，比如深圳、厦门、北京、南京、深圳、郑州等；而在房价涨得非常慢的地区，比如兰州、贵阳，小学入学人数的增速比全国平均水平低得多，很多地区甚至出现负增长。这里之所以用小学生的数据，是因为常住人口数据可靠性不高。小学生的数据可以用来反映青壮年人口的流动。人口流动之所以短期内导致房价分化，是因为人口流动能影响房地产存货消耗速度。房地产存货不能用已建成未销售面积来衡量，而是要扣除开发商自持面积、回迁、物业配套、车库等不可销售的因素。二线靠前城市的房地产存货在2015年底时基本下降到长期合理水平，导致随后房价快速上涨，但二线城市中涨幅靠后的城市和三线城市还有不少库存，距离存货去化还有一段时间，所以房价涨幅比较小。由于一线城市和二线城市中涨幅靠前的城市以新开工而论只占全国房地产市场的20%左右，在中国大部分地区，房地产去库存还是主要任务。在这些地区，为什么会有这么多的存货？原因就是2009~2010年的房地产泡沫导致供应大量增加。所以现在的去存货本质上是消化那轮房价泡沫的后遗症。从中国的版图来

看，最值得注意的是中国长江中下游城市群的兴起。在这个并不大的区域里面集中了大量城市。长沙、武汉、合肥、南京、杭州，包括上海的周边，几乎每一个城市的人口增速都在全国增速的2倍方差以上。尽管两宋以来长江中下游地区就已经得到高度开发，人口密度非常高，改革开放以来也是中国人均产值最高的地方之一，但人口流入的局面在2012年以后进一步加速，这是非常值得注意的。从供给侧来看，地方政府的不同行为也带来房价分化。地方政府总是在维持房价（至少努力防止房价大跌）与增加卖地收入之间寻求平衡。一个地方政府如果财政收入情况较好，则卖地创收的压力就小，就会少供地。相反，如果一个地方政府的财政收入连吃饭都不够，就必须通过大量供地来获取收入实现发展，房价就会涨得慢一些。从城市间的房价差异来看，这是一个重要的视角。

---

1. 2016年10月30日，第71次朗润·格政论坛“房地产市场与政策”闭门圆桌研讨会在北京大学国家发展研究院召开。本次会议由北京大学国家发展研究院副院长黄益平教授主持。参会专家包括香港科技大学经济系教授王鹏飞、清华大学五道口金融学院教授朱宁、安信证券首席经济学家高善文、中金公司经济学家易峘、巴克莱中国首席经济学家常健、北京大学国家发展研究院教授宋国青和副教授徐建国。本章为参会专家发言的总结。